



Российские корпоративные облигации
специальный обзор

12 июля 2007 г.

ПРОДУКТОВАЯ РОЗНИЦА:
ВРЕМЯ ВЫБИРАТЬ СЕТИ

Максим Раскоснов
mraskosnov@raiffeisen.ru
+7 (495) 981-2893



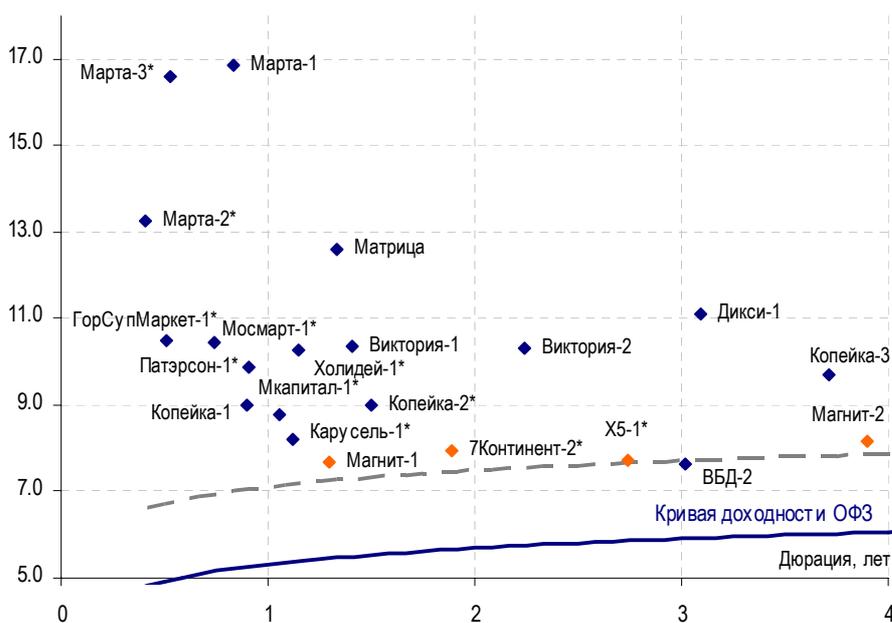
Продуктовая розница: Время выбирать сети

- Продуктовая розница развивается исключительно динамично, при этом сетевые ритейлеры существенно обгоняют рост рынка. Мы полагаем, что такая ситуация сохранится в течение длительного времени.
- Динамичный рост подталкивает ритейлеров к активным заимствованиям, а высокие оценки стоимости компаний позволяют увеличивать долговую нагрузку без существенного ущерба для кредитного качества. Мы рассматриваем показатель **Долг/ЕБИТДА** в **4x** как границу комфортной долговой нагрузки для компаний розничной торговли.
- Мы ожидаем, что в течение ближайших лет М&А активность в отрасли существенно возрастет, что может стать одной из причин роста долговой нагрузки компаний. При этом более мелкие ритейлеры могут стать объектом поглощения со стороны крупных игроков.
- В качестве «базового» спреда облигаций продуктовых ритейлеров к кривой ОФЗ мы рассматриваем уровень в 180 б.п., что соответствует спреду бумаг Х5.
- В данном обзоре мы условно разделили компании розничной отрасли на три группы:
 - лидеры рынка, бумаги которых предлагают достаточно высокую премию к доходностям 1го эшелона при очень высоком кредитном качестве;
 - привлекательные по соотношению «риск/доходность» бумаги 3го эшелона;
 - переоцененные с точки зрения кредитного качества облигации.

Мы рекомендуем:

Доходность облигаций на 10 июля

- Бумаги лидеров рынка: **Х5**, **Магнита**, **Седьмого Континента** - инвесторам с низким аппетитом к риску;
- Облигации **Виктории**, **Карусели**, **Мосмарта**, **Мкапитала**, **Патэрсона** – более агрессивным инвесторам;
- Бумаги **Азбуки Вкуса**, **Дикси**, **Копейки**, **Марты** и **Матрицы** представляются нам непривлекательными по текущим ценам



Содержание

Выводы и рекомендации	4
Обзор отрасли	
<i>Первым делом – рост</i>	7
<i>Быстрее рост – выше стоимость бизнеса</i>	8
<i>Недвижимость и инвестиции</i>	11
<i>Рентабельность: вверх или вниз?</i>	13
<i>Долг и капитал: источники финансирования экспансии</i>	15
<i>Финансовая прозрачность: миф или реальность</i>	17
Лидеры рынка:	19
Х5, Магнит, Седьмой Континент	
Перспективные компании в третьем эшелоне:	26
Виктория, Карусель, Мосмарт, Мкапитал, Патэрсон	
Переоцененные компании:	37
Азбука Вкуса, Дикси, Копейка, Марта, Матрица	
Приложение: финансовые показатели компаний	47

Основные выводы

С точки зрения долговых рынков продуктовый ритейл является очень привлекательной отраслью

Российский розничный рынок является одним из самых динамичных в мире. По оценке различных международных агентств, Россия находится на 2-3 месте по уровню инвестиционной привлекательности ритейла как отрасли экономики. В настоящем отчете мы анализируем только отрасль розничной торговли продуктами питания, т.к. считаем, что уровень развития и ключевые риски продуктового ритейла значительно отличаются от торговли непродовольственными товарами. Кредитные риски компаний продуктового ритейла, на наш взгляд, являются в настоящий момент существенно более привлекательными по следующим причинам:

- более высокая финансовая прозрачность компаний;
- наличие публичных рыночных оценок стоимости у лидеров рынка;
- относительно легкий доступ на рынок акционерного капитала даже для небольших по масштабам бизнеса ритейлеров;
- широкие возможности по привлечению заемных средств: в связи с динамичным ростом рынка, розничные сети могут позволить себе существенный рост долговой нагрузки при сохранении приемлемого кредитного качества.

Продуктовые ритейлеры являются одними из самых активных поставщиков долга на рынке

На рынке публичных заимствований ритейловый сектор является одним из крупнейших поставщиков долга: с начала 2006 г. количество компаний отрасли, представленных на рынке, увеличилось с 4 до 20, объем долга за это же время вырос в 5.3 раз и приблизился к отметке в 60 млрд руб. На сегодняшний день объем заявленных к размещению выпусков облигаций российских компаний продуктовой розницы составляет более \$1 млрд.

Мы не видим существенной угрозы в таком предложении: на наш взгляд, инвесторы без проблем «переварят» такой объем нового долга, т.к. ожидаем, что динамичные темпы роста рынка будут поддерживать очень высокий интерес к отрасли.

Первая группа компаний – лидеры рынка: X5, Магнит, Седьмой Континент

С точки зрения инвестиционной привлекательности облигаций компаний отрасли, мы выделяем 3 основных группы бумаг:

1. бумаги лидеров рынка: X5 Retail Group, Магнит, Седьмой Континент. По нашему мнению, потенциал сужения спредов бумаг «лидеров» практически исчерпан, и дальнейшее снижение доходностей будет происходить вместе с рынком. Однако кредитное качество этих компаний очень высоко и не вызывает опасений. Поэтому покупатели их облигаций могут ценой относительно небольшого увеличения риска заработать премию в 80-120 б.п. над кривой доходностей бумаг первого эшелона.

Облигации «лидеров», на наш взгляд, в основном привлекательны для относительно консервативных инвесторов.

Вторая группа: привлекательные бумаги 2го и 3го эшелона: Виктория, Мосмарт, Патэрсон, Холидей

2. бумаги сильных региональных и перспективных московских компаний (Виктория, Мосмарт, Патэрсон, Холидей), которые предлагают премию в 200-500 б.п. к доходностям лидеров рынка. Помимо достойных финансовых результатов, важным фактором поддержки для кредитного качества этих компаний является их высокая инвестиционная привлекательность. На наш взгляд, на горизонте ближайших лет высока вероятность приобретения компаний этой группы более крупными российскими или иностранными игроками и/или проведение публичного размещения акций. Для держателей облигаций любой из этих сценариев будет являться весьма позитивным.

Мы рекомендуем покупать бумаги этой группы эмитентов инвесторам с более высоким аппетитом к риску.

Ожидаем, что некоторые компании будут переходить из 2ой группы в 1ую

По нашему мнению, разрыв в доходностях между «лидерами» и относительно небольшими компаниями будет сохраняться. При этом наиболее интересные инвестиционные истории будут связаны с потенциальным перемещением компаний из второй группы в первую. В 2006 г. такой историей стал Магнит (сужение спреда составило около 100 б.п.), в 2007 г. такую динамику продемонстрировали облигации Карусели, спреды которых сузились на 150-170 б.п. Мы ожидаем, что схожие истории будут повторяться и в будущем.

К Зей группе мы относим компании, бумаги которых непривлекательны с точки зрения соотношения риск/доходность

3. Несмотря на более чем благоприятный бизнес-климат, на российском долговом рынке уже есть примеры историй «падения» облигаций ритейлеров (Марта, Матрица, Дикси), которые, на наш взгляд, связаны со следующими причинами:

- агрессивная финансовая политика, которая не подкрепляется высокими показателями роста бизнеса: рост долговой нагрузки до 5-6х Долг/ЕБИТДА и выше;
- низкая финансовая прозрачность: сложная структура бизнеса и денежных потоков, которые существенно ослабляют степень кредитного обеспечения держателей облигаций.

К третьей группе мы условно относим бумаги, инвестиционная привлекательность которых, по нашему мнению, настоящий момент весьма ограничена: АППИ, Азбука Вкуса, Дикси, Копейка, Марта, Матрица, Монетка, Самохвал.

Некоторые облигации ритейлеров, на наш взгляд, существенно переоценены

По нашему мнению, из-за общего оптимизма относительно перспектив развития отрасли бумаги некоторых ритейлеров торгуются с доходностями существенно ниже «справедливых» уровней. В связи с этим мы ожидаем, что истории существенного падения котировок будут повторяться, и рекомендуем инвесторам очень тщательно подходить к выбору высокодоходных бумаг отрасли при формировании своих портфелей.

Наибольшее внимание, на наш взгляд, необходимо уделять следующим вопросам:

- *финансовая прозрачность*: насколько заявленные «управленческие» результаты соответствуют реальным показателям компаний по РСБУ, готова ли компания регулярно и оперативно информировать инвесторов о своих результатах?;
- *структура обеспечения облигационного выпуска*: наличие поручительств и офферт от операционных компаний, держателей недвижимости и холдинговых структур;
- *стратегия развития*: использование не только долговых источников финансирования инвестиций, баланс между ростом продаж и рентабельностью.

Доходность облигаций ритейлеров

Выпуск	Доходность (*к оферте), %	Дюрация, лет	Объем эмиссии, млн руб.	Ставка купона, %	Текущая цена, %	Текущий спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спрэда, б.п.	
Группа I									
Х5-1	7.74	2.74	9 000	7.60%	100.00	185	180	↔	
Магнит-1	7.70	1.30	2 000	9.34%	102.25	223	200	↓	25
Магнит-2	8.19	3.91	5 000	8.20%	100.65	212	200	↓	10
Седьмой Континент-2	7.95	1.84	7 000	7.80%	100.00	225	200	↓	25
Группа II									
Виктория-1	10.18	1.42	1 500	10.40%	100.65	466	400-450	↓	15-65
Виктория-2	10.31	2.25	1 500	10.89%	101.85	454	400-450	↔	
Карусель-1	8.01	1.13	3 000	9.75%	102.10	262	250-250	↓	10-10
Мосмарт-1	10.82	0.75	2 000	11.00%	100.30	565	500-550	↓	15-65
МКапитал-1	8.40	1.06	1 500	8.60%	100.37	304	300-400	↔	
Патэрсон-1	10.07	0.91	2 000	10.00%	100.25	480	450-500	↔	
Холидей-1	10.36	1.16	1 500	11.15%	101.15	495	450-500	↔	
Группа III									
Азбука Вкуса-1	10.50	0.52	1 000	10.99%	100.45	553	550-600	↔	
Дикси-1	11.06	3.11	3 000	9.25%	95.45	512	450-500	↓	10-60
Копейка-1	9.13	0.91	1 200	9.40%	100.50	386	400-450	↔	
Копейка-2	9.05	1.51	4 000	8.70%	99.91	350	400-450	↑	50-100
Копейка-3	7.68	1.06	4 000	9.80%	101.55	232	400-450	↑	170-220
Марта-1	17.11	0.83	700	14.84%	98.70	1188	-		
Марта-2	13.24	0.41	1 000	12.00%	99.65	840	-		
Марта-3	17.51	0.53	2 000	13.00%	98.00	1252	-		
Матрица-1	12.44	1.34	1 200	12.00%	99.89	695	600-700	↔	

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка; цены приведены по состоянию на 10 июля 2007 г.

Первым делом – рост

**Главная особенность
продуктового ритейла:
динамичный рост
объемов бизнеса**

Пожалуй, главной отличительной особенностью российской розницы является ее динамичное развитие, выражающееся в двухзначных темпах прироста оборота. На макроэкономическом уровне такая ситуация объясняется значительным притоком денег в экономику и опережающим ростом располагаемых доходов населения. В результате розничная торговля является одним из самых быстрорастущих секторов экономики наряду со строительством, услугами общественного питания и финансовым сектором.

**Основные факторы
роста: благоприятная
макроэкономическая
ситуация, рост доходов
населения**

В 2006 году суммарный оборот российской розницы по данным Росстата составил 8,69 трлн руб. (\$320 млрд), рост оборота в реальном выражении составил порядка 13%, существенно опередив рост промышленного производства (около 4% за год). Доля расходов на продукты питания составила около 45% от потребительских расходов. Соответственно, совокупный объем рынка продуктовой розницы в 2006 году составил **\$140-150 млрд**.

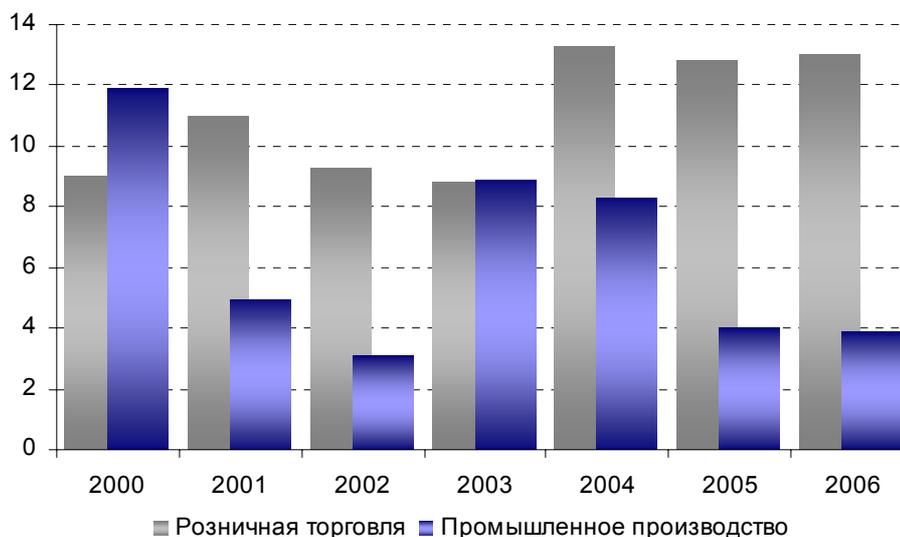
При этом следует учитывать, что в данных Росстата отражен только официальный оборот торговых организаций, а т.н. «теневой» оборот находится вне поля зрения государственной статистики. По различным оценкам «теневой» рынок продуктов питания формирует еще \$80-100 млрд годового оборота. Таким образом, официальная оценка объема рынка оказывается существенно заниженной.

Несмотря на то, что в теории при росте доходов населения должно происходить снижение доли расходов на продукты питания, мы полагаем, что эта тенденция еще не скоро проявится в России, поскольку общий уровень доходов населения остается невысоким. По нашим ожиданиям, в течение ближайших лет рост доходов будет сопровождаться пропорциональным ростом расходов на продукты питания в том числе – в связи с увеличением доли относительно дорогих продуктов в структуре потребительской корзины.

**Рост розничной
торговли выше, чем
промышленного
производства**

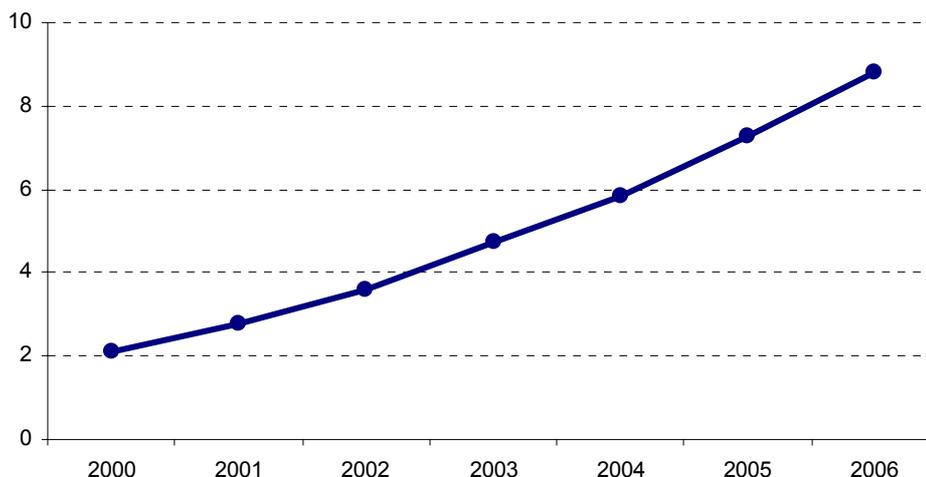
Не вдаваясь в глубокий макроэкономический анализ, мы отмечаем исключительно благоприятные внешние условия для развития продуктовой розницы в России. По нашим оценкам, в течение ближайших 5 лет темп роста оборота продуктового ритейла в России останется очень высоким: +10-15% в год и будет существенно опережать темпы роста промышленного производства.

Рост розничной торговли и промышленного производства в РФ, %



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Располагаемые среднедушевые доходы населения, тыс. руб. в месяц



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Мы ожидаем опережающего роста бизнеса продуктовых розничных сетей в течение ближайших лет

Мы полагаем, что бизнес сетевых ритейлеров будет расти существенно быстрее, чем ожидаемые темпы роста продуктовой розницы в целом. Такие ожидания связаны с очень высокой долей т.н. «неорганизованных» форматов торговли:

- организованная сетевая розница (супермаркеты, гипермаркеты, дискаунтеры) по итогам 2006 г. занимала всего около $\frac{1}{4}$ рынка продуктового ритейла;
- на неорганизованные форматы (рынки, павильоны, палатки, отдельные продуктовые магазины) приходится около $\frac{3}{4}$ оборота продуктового ритейла.

По нашим прогнозам в течение ближайших лет организованный сетевой ритейл будет динамично и эффективно «отвоевывать» долю рынка у неорганизованной розницы за счет:

- эффекта масштаба: крупные сети получают более выгодные закупочные условия, имеют возможность экономить на логистике и управленческих затратах;
- снижения эффективности несетевых форматов из-за ценовой конкуренции и борьбы за наиболее привлекательные объекты недвижимости;
- активной политики по консолидации рынка крупными сетями, которая подразумевает выкуп недвижимости и торгового бизнеса более мелких игроков. Широкий доступ к финансовым ресурсам в данном случае дает крупным сетям возможность совершать большие по объему сделки

Очевидно, что «неорганизованные» форматы все же сохраняют свою нишу, однако мы ожидаем, что доминирующее положение на рынке перейдет к сетевым игрокам. По нашему мнению, доля организованной сетевой розницы в течение ближайших 5 лет может вырасти до 50% от общего объема рынка продуктового ритейла.

Быстрее рост – выше стоимость бизнеса

Динамичное развитие бизнеса позволяет ритейлерам получать высокие оценки стоимости компаний...

Для финансовых рынков уверенность в будущих высоких темпах роста продуктовой розницы трансформируется в высокую инвестиционную привлекательность российских ритейлеров. Розничная торговля является одной из немногих представленных на рынке акций отраслей, в которой российские компании оцениваются по более высокой относительной стоимости по сравнению с компаниями развитых рынков. Мы полагаем, что в течение ближайших лет, пока розничная торговля не демонстрирует признаков замедления, многие российские ритейлеры смогут успешно привлекать акционерный капитал как в форме IPO, так и за счет прямой продажи акций стратегическим и финансовым инвесторам.

... благодаря чему ритейлеры имеют возможность достаточно активно наращивать долговую нагрузку

В количественных терминах высокая инвестиционная привлекательность российских ритейлеров, представленных на рынке акций, выражается в высоких мультипликаторах, по которым оцениваются отечественные операторы (по итогам 2006 года):

- $EV^*/Sales$: 1.2-2.0x;
- $EV^*/EBITDA$: 18-25x.

* (EV , Enterprise Value: рыночная капитализация + чистый долг компании)

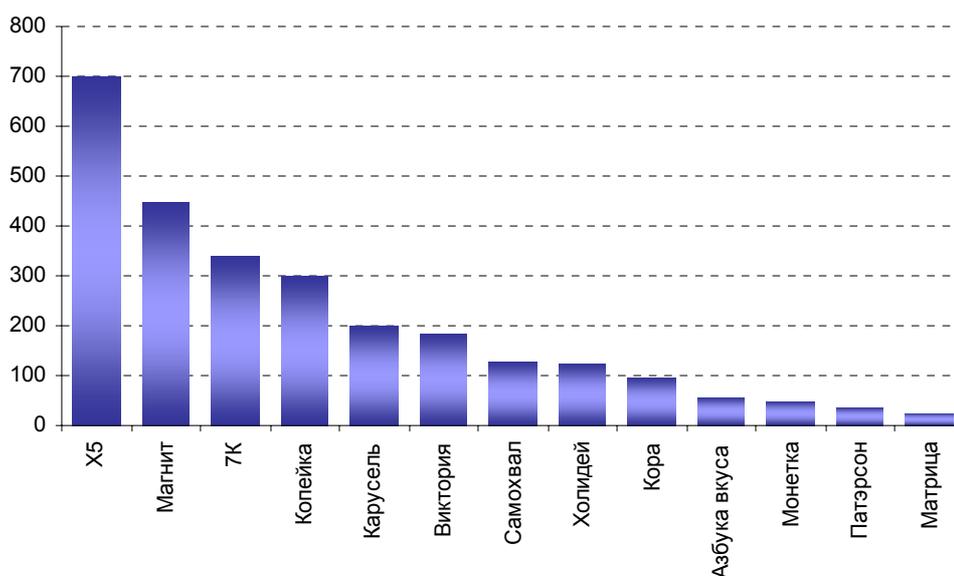
С точки зрения кредитного качества компаний наибольшее значение имеет показатель $EV/EBITDA$, т.к. он напрямую соотносится с уровнем долговой нагрузки ($Долг/EBITDA$). Очень высокие текущие значения этого показателя, свойственные для всех публичных российских ритейлеров (X5, Магнит, Седьмой Континент, Дикси) говорят о том, что даже при росте долговой нагрузки до 5-6x $Долг/EBITDA$, стоимость акционерного капитала остается основной составляющей стоимости компании.

Однако динамичный рост объемов розничной торговли, который поддерживает высокие показатели инвестиционной стоимости компаний, требует от ритейлеров постоянных усилий, чтобы не отстать от рынка. Отчасти это связано с тем, что успех стратегии розничной сети во многом оценивается именно по темпам экспансии компании. Поэтому акции компании, которая продемонстрировала высокую рентабельность, в незначительной степени увеличив выручку, скорее всего, будут оцениваться ниже, чем акции динамично растущей, но относительно менее рентабельной компании.

Для поддержания высоких темпов роста ритейлерам требуются масштабные инвестпрограммы

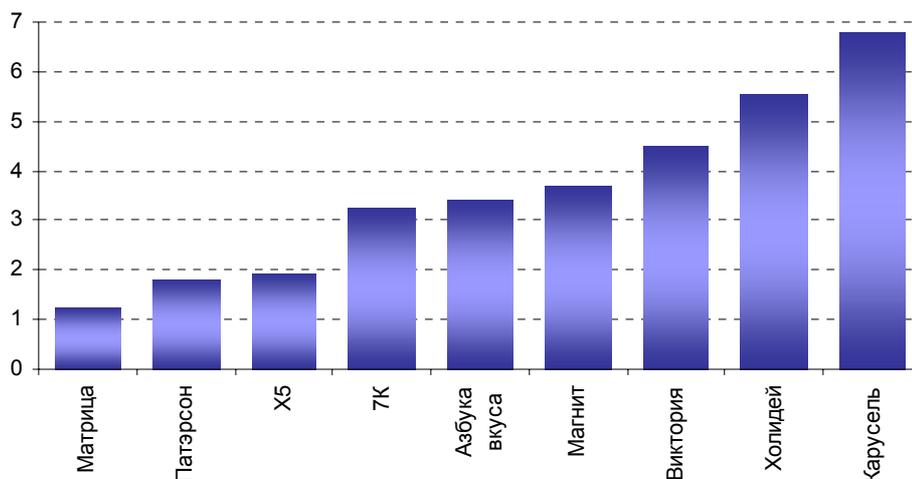
Необходимость наращивать продажи требует от ритейлеров масштабных инвестиций. Инвестиционная программа крупнейшего игрока – X5 Retail Group на 2007 г. составляет около \$700 млн без учета сделок M&A, второй крупнейший по размерам ритейлер – Магнит также планирует потратить \$400-500 млн в текущем году. Инвестиционные аппетиты сектора огромны: потребность ритейлеров в инвестициях по отношению к генерируемым операционными результатами существенно опережает металлургическую, нефтяную и телекоммуникационную отрасли.

Инвестпрограмма на 2007 г. USD млн



Источник: данные компаний

План по инвестициям на 2007 г./EBITDA за 2006 г., раз



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Мы ожидаем существенного роста M&A активности в российском ритейле

Для лидеров ритейла еще одним привлекательным способом развития являются сделки M&A: до сегодняшнего момента на уровне сетей федерального масштаба была совершена всего 1 крупная сделка (слияние Пятёрочки и Перекрестка). Однако мы ожидаем, что в течение ближайших лет M&A активность российских ритейлеров будет расти, а в сделки будет вовлекаться все большее число компаний. Стратегия M&A-экспансии является особенно актуальной для компаний, имеющих публичную рыночную оценку: за счет присоединения более «дешевых» игроков, такие компании могут существенно увеличивать свою стоимость.

Однако высокие показатели относительной стоимости имеют и свое негативное значение для кредитного качества компаний. В погоне за повышением будущей цены продажи бизнеса собственники некоторых розничных торговых сетей стремятся, насколько это возможно, финансировать развитие своих компаний за счет долговых источников. Основная логика заключается в том, чтобы ценой роста долговой нагрузки увеличить стоимость компании, а в последствии продать ее существенно дороже, погасив при этом значительную часть долгов.

Один из ключевых кредитных рисков отрасли – высокая склонность к наращиванию долга

Высокая склонность к наращиванию долгов, на наш взгляд, является одним из ключевых источников кредитного риска «догоняющих» компаний отрасли. Так, например, Копейка и Дикси существенно отстают по масштабам от крупнейших федеральных ритейлеров (X5, Магнит, Седьмой Континент). Чтобы сократить отставание обе компании в 2006 году активно наращивали долг и расширяли свою торговую сеть. Мы считаем, что основной риск в данной ситуации состоит даже не столько в самом увеличении долга, сколько в преимущественной концентрации на расширении сети, которая ведет к потере эффективности.

В результате такой стратегии обе компании (как и многие меньшие по масштабам региональные сети) на сегодняшний день характеризуются невысокой рентабельностью и чрезмерным уровнем долговой нагрузки. Поэтому в стратегии агрессивной экспансии за счет долговых источников ценой снижения рентабельности мы видим, пожалуй, главный источник кредитного риска относительно крупных розничных сетей.

Присутствие на рынке акций позволяет привлекать средства на развитие

Несомненным плюсом с точки зрения кредитного качества, на наш взгляд, является присутствие ритейлеров на публичном рынке акционерного капитала. В такой ситуации компания получает доступ к очень большому по масштабу источнику финансирования экспансии, который особенно актуален в связи с ожидаемым ростом M&A активности. В связи с этим мы считаем, что три лидера рынка (X5, Магнит, Седьмой Континент) находятся в очень выгодной позиции по сравнению с большинством конкурентов.

Прямое финансирование от акционеров является нечастым, но очень позитивным явлением

Еще одной приметой последнего времени в ритейле стал рост интереса к менее крупным по масштабу игрокам со стороны private equity фондов. Стратегия фондов также вполне очевидна: они вкладывают средства в развитие заметных игроков на локальных рынках, чтобы через несколько лет получить высокий доход при «выходе» за счет продажи крупным «стратегам» или проведении IPO компаний. Наиболее яркой иллюстрацией этой тенденции, на наш взгляд, является компания Холидей, которой удалось привлечь в капитал 2 частных инвесторов. Также интересен пример Мосмарта, который присутствует на рынке акций не напрямую, а через участие в его капитале нескольких публичных инвестиционных фондов.

Недвижимость и инвестиции

Основные проблемы: дефицит качественных объектов и инфляция арендных ставок

Для компаний розничной торговли вопрос недвижимости имеет очень важное влияние с точки зрения эффективности. Именно расположение магазинов определяет количество покупателей, а следовательно – и торговый оборот розничных сетей. Основными тенденциями на рынке торговой недвижимости на сегодняшний день являются:

- дефицит качественных объектов, которые могут использоваться для размещения магазинов современных форматов;
- постоянный рост цен на объекты торговой недвижимости.

Дефицит недвижимости в значительной степени подогревается бурным развитием розничной торговли и активной конкуренцией между ритейлерами за отдельные «наиболее качественные» объекты. Одним из следствий такой конкуренции является рост цен на торговые объекты – как при их приобретении в собственность, так и постоянное повышение арендных ставок. Эта проблема особенно характерна для 2 наиболее «зрелых» региональных розничных рынков – Москвы и Санкт-Петербурга.

Многие ритейлеры запускают собственные девелоперские проекты...

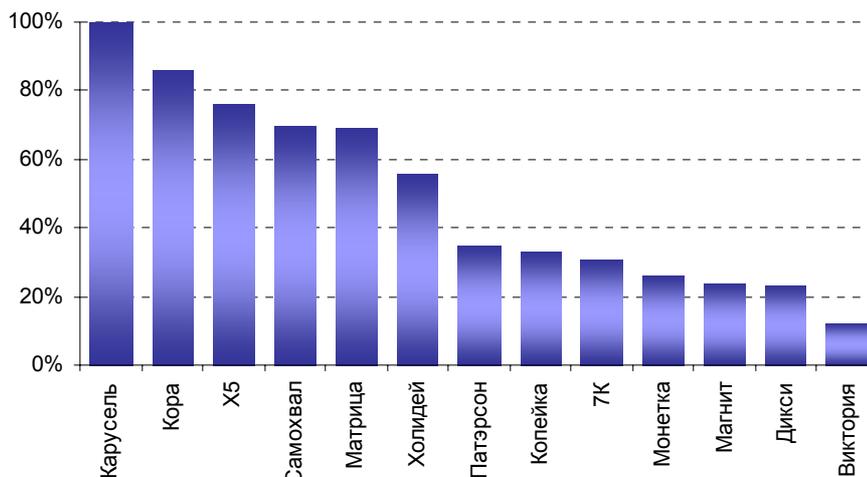
Одним из способов решения проблемы дефицита качественных площадей являются собственные девелоперские проекты. Они особенно эффективны при строительстве крупных форматов (в первую очередь – гипермаркетов). В таком случае ритейлер получает объект недвижимости, построенный под его специфические потребности. При этом зачастую компании идут по пути строительства крупных торговых центров, в которых продуктовые магазины становятся «якорными» арендаторами, а значительная часть площадей сдается под непродуктовые магазины. Мы полагаем, что совмещение торгового бизнеса и девелопмента в течение ближайших лет станет одним из важных направлений развития продуктовой розницы.

... однако эта тенденция существенно увеличивает риски для держателей облигаций

Однако финансирование значительного числа масштабных строительных проектов также является уделом крупных компаний. Чрезмерное «увлечение» строительным бизнесом для небольших по масштабу ритейлеров существенно смещает основной фокус при оценке кредитных рисков таких компаний. Так, если небольшая компания инвестирует значительные средства в крупный строительный проект, то рынок будет склонен рассматривать ее как девелопера с существенно более высокими кредитными рисками. Более того, строительство крупных объектов, как правило, реализуется за счет механизмов проектного финансирования, в результате держатели облигаций крайне редко могут рассматривать строящиеся здания в качестве потенциального обеспечения.

Быстрый рост цен на недвижимость определяет еще одну тенденцию в бизнесе ритейлеров: смещение фокуса в сторону аренды недвижимости для большинства компаний отрасли.

Доля собственной недвижимости, %



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Увеличение доли арендованной недвижимости и рост ставок ведут к снижению рентабельности

Увеличение доли арендованных площадей очевидным образом ведет к снижению рентабельности бизнеса и уменьшает генерируемый розничной сетью денежный поток. Еще одной проблемой, связанной с арендуемыми объектами, является т.н. «инфляция арендных ставок», которая также в итоге возникает из-за высокой конкуренции за наиболее качественные торговые объекты. По нашему мнению, рост стоимости аренды (как по существующим, так и по новым объектам) станет одним из ключевых факторов, которые будут негативно влиять на показатели рентабельности российских ритейлеров в течение ближайших лет. Даже в рамках долгосрочных арендных договоров зачастую предусматривается механизм индексации ставок в зависимости от цен на недвижимость, инфляции, выручки с единицы площади и ряда других факторов.

Ритейлеры будут пытаться «секьюритизировать» портфель недвижимости за счет sale-leaseback и т.п.

Весьма эффективным способом решения проблем роста арендных ставок и дефицита инвестиционных ресурсов для приобретения недвижимости в собственность являются разнообразные механизмы «секьюритизации» портфеля недвижимости. Самым распространенным из них является sale-leaseback – сделка, при которой ритейлер продает свою недвижимость специализированному фонду с одновременным заключением долгосрочного арендного договора. Прямая потеря титула собственности на основные объекты может стать причиной снижения стоимости компании, поэтому при таких сделках важны механизмы обратного выкупа недвижимости в виде опционов и т.п.

В любом случае, механизм sale-leaseback представляется нам весьма перспективным и более эффективным для ритейлера по сравнению с обычной арендой. Преимущества этого механизма состоят в том, что рост арендных ставок остается предсказуемым, при этом ритейлер, как правило, сохраняет операционный контроль над недвижимостью и при необходимости имеет возможность выкупить ее обратно.

Мы ожидаем, что в течение ближайших лет этот механизм получит весьма широкое распространение. Пока крупных примеров таких сделок в продуктовой рознице не было (за исключением Мосмарта), но подобные планы были заявлены многими компаниями (Копейка и др.).

Рентабельность: вверх или вниз?

Относительная «молодость» российской организованной розничной торговли проявляется в очень большом «разбросе» ритейлеров по показателям рентабельности. При этом маржа сильнейших игроков рынка (X5, Седьмой Континент) в настоящий момент превосходит показатели лидеров европейского и американского рынка (см. в таблице сравнение с крупнейшими мировыми ритейлерами). По нашему мнению, 2006-2007 гг. станут пиковыми с точки зрения роста рентабельности, после чего маржа будет плавно «сжиматься». Основные факторы ожидаемого снижения рентабельности:

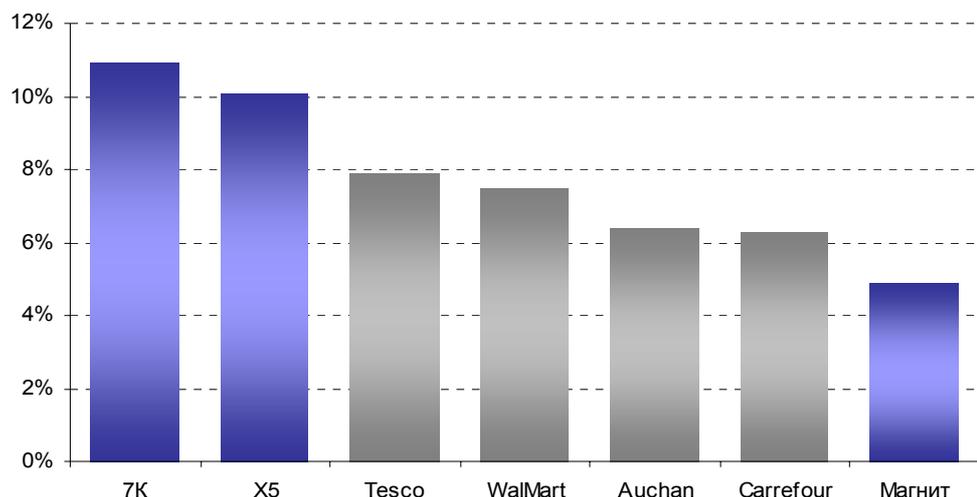
- рост ценовой конкуренции по мере увеличения присутствия организованных форматов на локальных рынках и, как следствие, снижение темпов роста сопоставимых продаж (Like-for-like);
- опережающий рост расходов на персонал и «инфляция арендных ставок»;
- экспансия в регионы, уменьшение среднего чека по сравнению с Москвой и СПб.

Мы не ожидаем резкого падения рентабельности в ритейле. Ориентир по EBITDA Margin: 8-10% на ближайшие 2 года

В целом мы не склонны переоценивать риски резкого снижения рентабельности продуктового ритейла. По нашему мнению, мультиформатные сети с высокой долей собственной недвижимости способны поддерживать показатель EBITDA Margin на уровне 8-10% на протяжении ближайших 2 лет. При этом рост конкуренции, по нашему мнению, приведет к существенному «расслоению» ритейлеров по показателям рентабельности. Для того, чтобы поддерживать конкурентный уровень цен, менее эффективным игрокам придется жертвовать частью прибыли, в то время как более успешные ритейлеры смогут компенсировать снижение цен экономией на операционных расходах.

Мы ожидаем, что в более долгосрочной перспективе снижение рентабельности все же будет иметь место, однако полагаем, что оно не будет носить драматический характер. По нашему мнению, маржа наиболее эффективных ритейлеров в течение 5 лет может снизиться с текущих пиковых показателей на 1.5-3 п.п. Таким образом, она приблизится к показателям компаний развитых рынков.

EBITDA Margin крупнейших мировых и российских ритейлеров за 2006 г., %



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Один из факторов рентабельности ритейлеров – скидки и бонусы от поставщиков

Одной из ключевых причин текущей высокой рентабельности крупнейших российских ритейлеров является специфика взаимоотношений с поставщиками и производителями продуктов питания. По сути, помимо продажи продуктов покупателям, сети продают своим поставщикам еще один товар – место на торговых полках. Ритейлеры взимают со своих поставщиков различные бонусы, требуют скидок за большие объемы закупок товара. Еще одной важной статьёй доходов розничных сетей становится продажа рекламы.

**Производители
продуктов по сути
финансируют экспансию
сетей**

Мы считаем эту ситуацию вполне закономерной и адекватной: в условиях бурного роста розничного рынка производители продуктов, тесно сотрудничающие с сетями, получают в свое распоряжение мощный канал наращивания продаж. За это производители делятся частью своей прибыли, связанной с увеличением производства с ритейлерами, таким образом финансируя их дальнейшую экспансию. Система бонусов и скидок в настоящий момент присутствует у всех крупнейших ритейлеров и мы полагаем, что такая ситуация будет сохраняться в течение длительного времени.

Суммарный размер скидок и бонусов может составлять 5-8% от выручки и является важным фактором поддержания рентабельности. Мы ожидаем, что по мере насыщения локальных рынков и роста ценовой конкуренции, ритейлеры будут «делиться» частью дополнительной маржи с покупателями, снижая цены.

**Логистика – один из
важнейших факторов
эффективности**

В условиях постепенного насыщения крупных городов современными форматами и роста конкуренции между торговыми сетями, логистическая инфраструктура становится одним из определяющих факторов для рентабельности компании. Степень развития логистики, как правило, оценивается по критерию «централизации поставок в магазины» - т.е. доле поставок, которая осуществляется из собственных распределительных центров.

Чем выше уровень централизации логистики, тем меньшей долей прибыли ритейлер вынужден делиться со своими поставщиками и транспортными компаниями. Точно определить масштаб экономии на транспортных издержках весьма затруднительно, однако по предварительным оценкам он может составлять 5-8% от выручки, что способно весьма существенно повлиять на рентабельность розничного бизнеса.

Развитие логистической инфраструктуры в настоящий момент является одним из приоритетных направлений инвестиций для крупнейших ритейлеров с развитой сетью присутствия в нескольких регионах (X5, Магнит). План X5 по инвестициям в развитие логистической инфраструктуры на 2007 г. составляет около \$200 млн.

Оба лидера рынка активно вкладывают средства в строительство распределительных центров как в уже освоенных, так и в относительно новых для себя регионах. Тем самым, они готовят «пацдарм» для будущей экспансии, который позволит достигать относительно высокой рентабельности в регионах с максимальной скоростью.

По нашим прогнозам, определяющими факторами рентабельности в продуктовом ритейле в течение ближайших лет будут оставаться:

- доля недвижимости в собственности;
- мультиформатная модель развития;
- система централизованных закупок и развитие логистической инфраструктуры;
- масштаб бизнеса, позволяющий добиваться максимальной «переговорной силы» в отношениях с поставщиками.

Долг и капитал: источники финансирования экспансии

Из-за бурного роста ритейлеры редко могут профинансировать инвестиции за счет собственных источников

Как мы уже отмечали, главной приметой настоящего времени в продуктовом ритейле является сверхдинамичный рост бизнеса. Несмотря на то, что при работе по арендной схеме размер капитальных затрат на ремонт магазинов и приобретение оборудования относительно невысок, большинство ритейлеров все же не могут покрыть все свои инвестиции за счет операционных потоков. Поэтому на первый план выходит вопрос источников финансирования. В конечном итоге, именно решение этой задачи определяет один из ключевых параметров кредитного качества – уровень долговой нагрузки.

Рост долга – неизбежное следствие расширения бизнеса

Самым очевидным и простым способом профинансировать инвестиции является **привлечение долговых ресурсов**. Уровень процентных ставок на российском рынке постоянно снижается, а банки достаточно охотно выдают кредиты растущим компаниям розничной отрасли, особенно – если у заемщика есть возможность предоставить залог недвижимости. Весьма распространенной альтернативой банковскому кредитованию для ритейлеров в последнее время стал рынок публичного долга: только за период с начала июня 2006 г. было размещено 14 выпусков на сумму около 30 млрд руб.

Динамичный рост выручки и финансовых результатов может создать иллюзию, что ритейлеры могут позволить себе наращивать долг практически без ограничений, не создавая при этом угрозы для кредитного качества. Это утверждение в целом имеет под собой основание, но лишь в определенных пределах. В качестве естественных ограничителей долговой нагрузки мы рассматриваем показатели относительной стоимости, по которым компании отрасли оцениваются на рынке акций.

Естественный ограничитель долговой нагрузки – показатели стоимости бизнеса

Основным показателем для этой цели является EV/EBITDA, который отражает полную стоимость компании как мультипликатор годовой прибыли EBITDA. EV (Enterprise Value) представляет из себя сумму рыночной капитализации компании и чистого долга. Таким образом, при нулевой стоимости акционерного капитала EV/EBITDA по сути трансформируется в показатель ЧистыйДолг/EBITDA. Это означает, что при продаже компании акционеры не получают денег за свои акции, а компания продается за долги. Такой сценарий весьма близок к дефолтному, соответственно приближение долговой нагрузки к уровню EV/EBITDA является опасным сигналом.

X5, Магнит, Седьмой Континет и недавно присоединившаяся к ним Дикси торгуются с очень высоким мультипликатором EV/EBITDA, который по итогам 2006 г. составлял 18-25х. Столь высокие оценки как раз являются следствием того факта, что на рынке акций инвесторы покупают будущие прибыли компании. Соответственно, они выглядят вполне логичными с учетом очень динамичных темпов развития отрасли.

Комфортный уровень долговой нагрузки для лидеров отрасли – до 4х Долг/EBITDA;

Однако высокие значения мультипликаторов отнюдь не означают, что компании могут позволить себе наращивать долговую нагрузку до уровня в 10х Долг/EBITDA и выше без потери стоимости. В данной ситуации «попадание в долговую яму», при котором процентные расходы «съедают» основную часть прибыли, будет вести и к падению оценок стоимости акционерного капитала компании. Мы оцениваем «комфортный» уровень долговой нагрузки для сильнейших ритейлеров, представленных на рынке акционерного капитала в 4х Долг/EBITDA. Однако рост Долг/EBITDA до 5х, если он связан с развитием бизнеса и носит краткосрочный характер, на наш взгляд, также не представляет угрозы для кредиторов публичной компании.

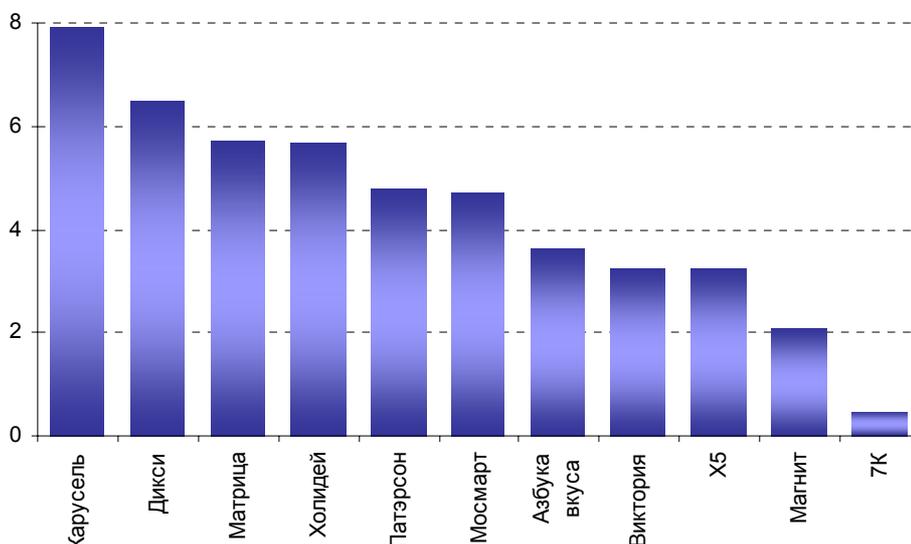
5х – тоже приемлемый уровень, если это краткосрочное явление

Для менее крупных ритейлеров, не имеющих публичной рыночной оценки, уровень долговой нагрузки в 5х Долг/EBITDA также представляется нам максимально приемлемым долгосрочным ориентиром по следующим причинам:

- в сделках M&A покупатели приобретают более мелкие сети с дисконтом относительно своих оценочных мультипликаторов. При более высокой долговой нагрузке стоимость акционерного капитала может оказаться очень маленькой, т.е. акционеры могут столкнуться с необходимостью продажи компании «за долги», что существенно увеличивает вероятность дефолтного сценария;

- при более высокой долговой нагрузке на выплату процентов будет уходить более 50% от величины EBITDA. Таким образом, у компании практически не будет оставаться операционных денежных потоков на развитие.

Долг/EBITDA российский ритейлеров по итогам 2006 года



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Лишь немногие ритейлеры имеют доступ к акционерному капиталу

Очевидно, что с кредитной точки зрения самым привлекательным источником финансирования масштабных инвестиций является акционерный капитал: при таком варианте собственники вкладывают свои средства в компанию и оказываются в менее привилегированном положении по отношению к кредиторам. Однако далеко не все из российских ритейлеров могут похвастаться тем, что им удалось привлечь значительные объемы акционерного капитала в течение последних лет.

Акционеры склонны подталкивать компанию к наращиванию долгов...

Акционеры, которые стремятся отложить продажу своей доли на максимально поздний срок, по сути, рассчитывают на то, что в связи с ростом рынка через некоторое время им удастся продать компанию дороже. Однако, эффективность такой стратегии не всегда высока: на рынке уже есть примеры того, как стратегические акционеры выходят из капитала компаний, которые столкнулись с резким ростом долговой нагрузки при невысокой рентабельности.

... и лишь несколько небольших компаний смогли привлечь портфельных инвесторов

Проведение IPO для большинства относительно небольших ритейлеров в настоящий момент едва ли может быть целесообразным. В силу меньшего размера и других особенностей они, скорее всего, будут оценены существенно дешевле лидеров рынка, а маленький объем размещения вряд ли привлечет широкий круг инвесторов. В данной ситуации альтернативным вариантом финансирования за счет капитала является продажа допэмиссии акций в форме частного размещения. Инвесторами в данном случае, как правило, выступают pre-IPO и private equity инвестиционные фонды. Наиболее яркими примерами таких сделок в ритейле являются компании Мосмарт и Холидей.

Еще одна возможность – использование оборотного капитала

Специфика бизнеса ритейлеров дает им еще одну возможность относительно легкого и дешевого привлечения средств: использование «эффекта оборотного капитала». Логика заключается в том, что сети почти всегда приобретают у поставщиков товар с отсрочкой платежа, срок которой в среднем составляет 30-45 дней. При этом в действительности товар продается в среднем быстрее этого срока (за 10-15 дней). Соответственно, в течение еще 20-30 дней торговые сети имеют возможность пользоваться «бесплатным» кредитом от поставщиков. Пока торговый оборот сети увеличивается, она имеет возможность постоянно наращивать объем этого источника фондирования. Так крупнейший российский ритейлер X5 на конец 2006 г. привлек за счет отрицательного оборотного капитала около \$150 млн.

Финансовая прозрачность: миф или реальность

Проблемы финансовой прозрачности и кредитной базы облигаций существенно ослабляют кредитное качество многих выпусков

На наш взгляд, проблемы финансовой и юридической прозрачности являются вторым по значимости негативным фактором, ослабляющим кредитное качество российских ритейлеров. Помимо отсутствия возможности получать оперативные данные о финансовых результатах компании, она создает еще одну кредитную проблему: слабость структуры обеспечения облигационных займов, которую мы отмечаем у многих «догоняющих» ритейлеров. Ниже мы приводим основные проблемы, связанные с финансовой непрозрачностью и анализируем их влияние на кредитное качество облигаций.

1. Сложность юридических структур, отсутствие единых центров консолидации

Большинство ритейлеров представляют из себя достаточно сложную систему юридических лиц с разветвленной структурой внутрикорпоративных связей, в т.ч. – со значительным перераспределением денежных потоков. Сам по себе этот факт еще не создает большой угрозы для кредитного качества, т.к. в идеале наличие консолидированной отчетности, подтвержденной аудитором, способно дать адекватное представление о финансовых результатах даже очень сложных по структуре групп.

Однако при отсутствии консолидированной отчетности, на первый план выходит проблема того, что операционные компании и держатели недвижимости, включаемые в структуру обеспечения по облигациям, далеко не всегда являются центрами прибыли своих групп.

Отсутствие центров консолидации прибыли и активов является главной проблемой с точки зрения прозрачности

Как правило, отсутствие центра консолидации прибыли на практике означает, что операционная маржа, зарабатываемая розничными операторами, выводится на неподотчетные компании, при этом ее дальнейшая судьба неизвестна. Очевидно, что в большинстве случаев денежные потоки выстраиваются подобным образом из соображений налоговой оптимизации, что само по себе содержит определенную угрозу для кредиторов.

Отсутствие центров консолидации активов означает, что недвижимость группы, скорее всего уже находится в залоге, при этом действует принцип «одно юрлицо-один объект». В такой ситуации держатели облигаций находятся в «квази-субординированном» положении по отношению к банкам, которые выдали компании кредиты под залог недвижимости.

2. Слабость кредитной базы облигационных займов

Поручители не всегда генерируют денежный поток и являются собственниками активов

Логичным следствием отсутствия центров консолидации активов и прибыли является слабость кредитной базы облигационных займов. В случае, если операционная прибыль «выводится» с компаний-поручителей, а недвижимость не находится на их балансе, покупка облигаций ритейлеров превращается в «name-lending». Т.е. инвестор в облигации по сути приобретает обещание ритейлера заплатить по выпущенным обязательствам, которое далеко не всегда обеспечено денежными потоками поручителей.

При успешном развитии компании риски слабой структуры займа, скорее всего, не реализуются, а вот в случае возникновения проблем, держатели облигаций могут оказаться в наименее комфортном положении по сравнению с остальными кредиторами сети.

Отчетность по МСФО пока готовят далеко не все ритейлеры

3. Недоступность консолидированной аудированной отчетности:

К настоящему моменту консолидированную и аудированную отчетность по МСФО за 2006 год опубликовали только Магнит, Седьмой Континент, Х5 и Карусель, а все остальные ритейлеры либо задерживают, либо вовсе не раскрывают отчетность по МСФО. Таким образом, практика публикации наиболее полного и достоверного источника информации о финансовых результатах компании пока не стала привычным делом для российских ритейлеров, присутствующих на рынке долга. Большинство компаний планирует перейти на МСФО только в 2007-2008 г., при этом первое составление (first implementation) международных стандартов, скорее всего, займет достаточно длительное время.

**Качество
«управленческой»
отчетности как правило
невысоко**

Вместо аудированной отчетности по МСФО инвесторам, как правило, предлагается некий набор сводных показателей, который организаторы и эмитенты называют «управленческой консолидированной отчетностью». В большинстве случаев качество такого рода документов крайне невысоко: принципы консолидации обычно неизвестны, финансовые результаты могут завышаться «бухгалтерскими» методами, оценочная стоимость активов зачастую также бывает завышенной. В итоге представление о финансах компании, которое складывается на основании такой отчетности, может радикально отличаться от реального состояния дел.

4. Незрелость системы регулярной публикации операционных результатов

Идеальным вариантом с точки зрения прозрачности является наличие не только аудированной МСФО, но и регулярная публикация операционных результатов. Поскольку бизнес ритейлеров очень динамичен, даже отчетность по МСФО, опубликованная во второй половине года, отражает достаточно отдаленную во времени картину. У этой проблемы есть относительно простое и эффективное решение: регулярная публикация сокращенных управленческих показателей. При относительной простоте решения этой задачи, она позволяет существенно повысить прозрачность эмитента для инвестиционного сообщества.

Оценки финансовой прозрачности компаний				
<i>Компания</i>	<i>Регулярность публикации операционных и финансовых результатов</i>	<i>"Качество" отчетности</i>	<i>Кредитная база облигационного займа</i>	<i>Итоговая оценка</i>
Виктория	3	3	2	3
Карусель	3	3	3	3
Мосмарт	2	3	3	3
Холидей	2	3	3	3
Азбука Вкуса	3	2	1	2
Дикси	1	3	3	2
Копейка	1	3	3	2
Матрица	3	2	1	2
Патэрсон	1	1	3	2
АЛПИ	1	1	2	1
Кора	1	1	1	1
Марта	1	1	2	1

Используемые оценки: 3 – отлично, 2 – умеренно, 1 – неудовлетворительно

Источник: оценки Райффайзенбанка

Лидеры отрасли

Три лидера отрасли близки между собой по уровню кредитного качества

В качестве лидеров отрасли мы рассматриваем трех крупнейших ритейлеров, которые в настоящий момент представлены на публичном долговом рынке и рынке акций: X5 Retail Group, Магнит и Седьмой Континент (7К). Несмотря на существенные операционные и финансовые различия между этими компаниями, мы считаем их кредитное качество очень высоким и сопоставимым по следующим параметрам:

- доступ к рынку акционерного капитала: все «лидеры» представлены на рынке акций и при необходимости могут привлечь значительные средства за счет допэмиссии;
- высокая степень финансовой «зрелости»: на текущем уровне развития компании этой группы могут в значительной мере фондировать свои потребности в инвестициях за счет операционных денежных потоков;
- умеренные долговые аппетиты: несмотря на планы по динамичному росту, мы полагаем, что долговая нагрузка всех трех компаний будет находиться в рамках 3.5x Долг/ЕБИТДА в течение ближайших лет.

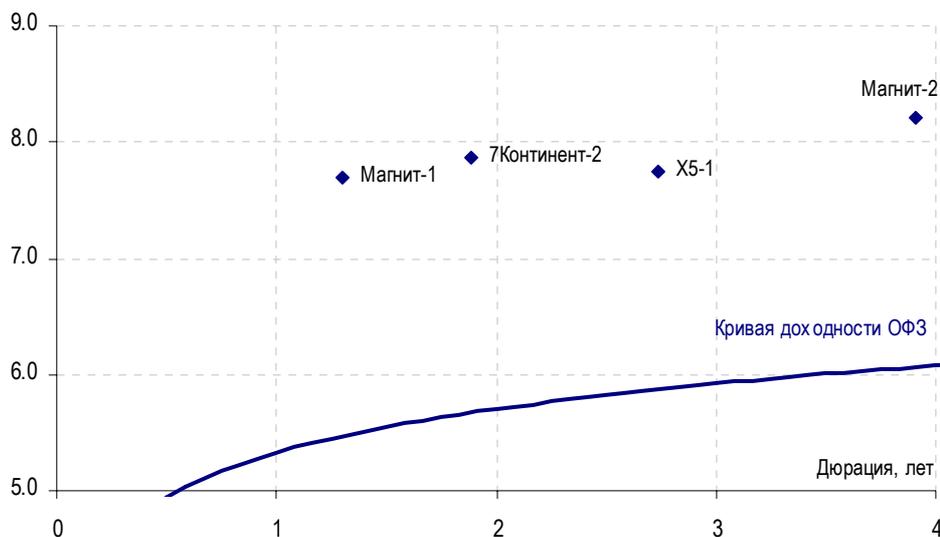
Несмотря на то, что юридические структуры компаний сильно отличаются в силу исторических причин, мы склонны оценивать операционную и финансовую прозрачность X5, Магнита и 7К как эквивалентную:

- все три компании регулярно публикуют аудированную отчетность по МСФО;
- публикация операционных результатов по итогам месяца или квартала дает возможность инвесторам практически в режиме «on-line» получать информацию о состоянии компании.

«Справедливый» спрэд для лидеров: 180-200 б.п. к ОФЗ, на одном уровне с сильнейшими пищевыми компаниями

«Справедливый» спрэд сильнейших компаний отрасли мы оцениваем на основании сравнения с производителями пищевой продукции (ВБД). Несмотря на то, что X5 и Магнит характеризуются более высокой долговой нагрузкой, компании демонстрируют более высокие темпы роста за счет экстенсивного развития. M&A-активность в пищевой отрасли также является ключевым фактором, определяющим уровень долговой нагрузки. Поэтому мы считаем, что «базовый» спрэд сильнейших ритейлеров должен находиться на одном уровне со спрэдом ВБД и составлять около 180 б.п. к кривой ОФЗ.

Доходность облигаций на 10 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

X5 Retail Group

X5 – крупнейший и самый сильный с точки зрения кредитного качества ритейлер

После объединения сетей дискаунтеров «Пятерочка» и супермаркетов «Перекресток» в 2006 г. компания X5 Retail Group стала лидером российской продуктовой розницы с выручкой в \$3.5 млрд за прошлый год. Мы считаем X5 сильнейшим российским ритейлером с точки зрения кредитного качества и оцениваем «справедливый» спрэд ее бумаг в 180 б.п. к ОФЗ.

В качестве основных факторов кредитного качества X5 мы выделяем:

- динамичный рост бизнеса при сохранении высокой рентабельности;
- сильную структуру акционеров (контроль принадлежит Альфа-Групп);
- хороший доступ к рынку акционерного капитала: акции X5 торгуются на LSE;
- высокую финансовую и операционную прозрачность;
- сбалансированную долговую политику;
- наличие кредитных рейтингов от S&P (BB-) и Moody's (B1).

Основные форматы: дискаунтер и супермаркет, в планах – развитие гипермаркетов

В настоящий момент X5 работает в 2 форматах: дискаунтер (Пятерочка) и супермаркет (Перекресток), которые по итогам 1кв2007 сформировали 56% и 44% выручки соответственно. В будущем компания планирует активно развивать формат гипермаркетов: как за счет ожидаемого приобретения компании Карусель, так и органически.

Основные регионы присутствия – Москва и СПб, в планах – активная региональная экспансия

Основными регионами присутствия сети на сегодняшний день являются Москва и СПб: по итогам 2006 г. их суммарный вклад в выручку компании составил 87%. Однако в настоящий момент компания расширяет присутствие в регионах – в том числе за счет выкупа своих региональных франчайзи и приобретения локальных сетей. Насыщение московского и петербургского рынков позволяет предположить, что именно регионы станут основным фокусом в стратегии расширения компании в ближайшие годы. Планы компании подразумевают увеличение доли регионов в структуре выручки до 30-50% к концу 2009 года.

Активная M&A-политика, центр консолидации отрасли

В основе стратегии развития X5 лежит стремление компании стать центром консолидации розничной торговли, в т.ч. через сделки M&A. Само создание X5 стало результатом сделки по слиянию 2 независимых компаний в мае 2006 года. Пока X5 совершала лишь относительно небольшие приобретения (московская сеть «Меркадо», липецкая «Корзинка») со стоимостью до \$200 млн, которые она рассматривает в основном как сделки по покупке недвижимости. Однако мы полагаем, что в будущем X5 может приобрести более заметных игроков.

Прогнозируем CAGR выручки на уровне 50% в ближайшие 3 года

X5 является весьма динамичной компанией: в 2006 г. rго-foгma выручка компании выросла на 50% в долларовом выражении. Поскольку темпы роста являются одним из ключевых факторов оценки успешности для публичной компании, то дальнейшая стратегия X5 также будет направлена на рост продаж. Наш прогноз среднегодового темпа роста выручки составляет около 50% на ближайшие 3 года.

Высокая операционная рентабельность, не ожидаем ее скорого и существенного снижения

Одним из ключевых финансовых достижений X5, на наш взгляд, является высокая операционная рентабельность. Маржа EBITDA компании составляет около 10% (до разовых расходов) и пока не демонстрирует тенденции к снижению, несмотря на эффект «инфляции издержек». Такой результат во многом определяется лидирующими позициями на рынке: компания имеет возможность добиваться от поставщиков значительных скидок и бонусов. В итоге рост операционных расходов компенсируется увеличением валовой маржи. Мы ожидаем, что в течение ближайших 2-3 лет маржа EBITDA X5 не опустится ниже 8.5-9%.

Активная инвестиционная политика: \$700 млн на 2007 г., основная часть затрат может быть профинансирована за счет собственных источников

Благодаря значительным масштабам бизнеса и высокой рентабельности X5 может позволить себе достаточно «крупную» инвестиционную программу. План инвестиций в органическое развитие (включая приобретение недвижимости) на 2007 г. составляет около \$700 млн. По нашим оценкам, около 70% от этой суммы может быть профинансировано за счет операционного денежного потока. Соответственно, на долговые источники придется всего 30% финансирования инвестиций в органическое развитие на 2007 год (40-50% от прогнозируемой годовой величины EBITDA). Более существенный рост долга возможен только в том случае, если компания будет совершать крупные сделки M&A, которые невозможно спрогнозировать заранее.

Финансовые результаты X5, USD млн, МСФО

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA**	Рентабельность EBITDA**	Чистый долг	Чистый Долг / EBITDA**, раз	EBITDA** / Проценты, раз
2005*	2 374	25.9%	231	9.5%	342	1.5x	8.1
2006*	3 551	27.9%	360	10.1%	1 005	2.8x	5.9x
1 кв. 2007	1 106	27.3%	107	9.7%	--	--	--

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

** Данные за 2005-2006 г. приводятся на основании консолидированной pro-forma отчетности группы

** EBITDA за 2006 г. приводится до вычета разовых расходов на закрытие опционной программы Пятерочки

Основная причина роста долга в 2006 г.: привлечение синдиката для слияния Пятерочки и Перекрестка

До конца 2005 г. суммарная долговая нагрузка Пятерочки и Перекрестка была относительно невысокой и составляла 1.5x Чистый Долг/EBITDA. Рост долга в 2006 г. был связан с привлечением синдицированного кредита на \$800 млн для финансирования сделки по слиянию 2 сетей. В итоге долговая нагрузка X5 на уровне pro-forma отчетности, до вычета разовых расходов на закрытие опционной программы выросла до 2.8x ЧистыйДолг/EBITDA.

Одним из главных опасений инвесторов относительно кредитного качества X5 является рост долговой нагрузки в связи с возможными сделками M&A, который может привести к понижению кредитных рейтингов компании. Мы не разделяем таких опасений: по нашему мнению, в течение 2-3 лет долговая нагрузка компании будет оставаться в рамках 2.0-3.5x, что представляется вполне комфортным уровнем с учетом ее динамичного развития.

К концу 2007 г. долговая нагрузка должна существенно снизиться за счет поступлений от SPO на \$1 млрд

Главным подтверждением нашей позиции является запланированная на 2007 г. допэмиссия акций X5 на сумму \$1 млрд. За счет вырученных средств компания сможет существенно уменьшить долг или профинансировать крупную сделку по приобретению (например – исполнить опцион на покупку Карусели). В любом случае, допэмиссия существенно снизит зависимость компании от долгового финансирования и уменьшит показатели долговой нагрузки. Мы очень позитивно оцениваем стремление акционеров X5 предоставлять компании дополнительный капитал: столь масштабные капитальные «вливания» в настоящий момент не может позволить себе ни одна другая российская розничная сеть.

Прогнозируем Чистый Долг/EBITDA на конец 2007: 1.0-1.5x

Допэмиссия акций должна привести к резкому снижению долговой нагрузки. По нашим прогнозам, чистый долг X5 по состоянию на конец года должен оказаться совсем небольшим – около \$500-750 млн, а долговая нагрузка составит всего 1.0-1.5x ЧистыйДолг/EBITDA. С приобретением Карусели, которое должно состояться в 1 п/г 2008 г., долговая нагрузка может вырасти, но, по нашим прогнозам, она останется в рамках 2.0-3.5x ЧистыйДолг/EBITDA.

Ожидаем повышения рейтинга Moody's в 2007 г.

По нашему мнению рейтинговые агентства в настоящий момент излишне консервативно оценивают кредитное качество компании. 9 июня S&P изменило прогноз рейтинга X5 с «негативного» на «стабильный». Мы ожидаем, что в течение 2007 г. Moody's повысит рейтинг на 1 ступень до уровня «Вa3».

X5 – сильнейший с точки зрения кредитного качества ритейлер, «справедливый» спрэд: 180 б.п. к ОФЗ

Мы считаем X5 «эталонным» с точки зрения кредитного качества российским ритейлером: именно спрос на бумаги Пятерочки в свое время привел к пересмотру отношения инвесторов к отрасли в целом. Наша оценка «справедливого» спреда бумаг X5 – 180 б.п. к ОФЗ, что полностью соответствует доходности, с которой первый выпуск облигаций X5 был размещен на аукционе 10 июля.

Магнит

Кредитное качество Магнита лишь немногим уступает X5. Ожидаемый рост долговой нагрузки не приведет к негативным последствиям для облигаций

Магнит – вторая по объемам выручки публичная компания на российском розничном рынке и лидер по размеру и региональному охвату сети. Кредитное качество компании мы оцениваем как очень сильное: на наш взгляд, Магнит лишь немногим уступает X5. Стратегия развития компании предполагает отказ от выхода в крупные города и концентрацию на росте за счет относительно небольших населенных пунктов. Такой подход определяет относительно невысокую рентабельность Магнита по сравнению с X5 и 7К, но в значительной мере окупается низкой стоимостью активной экспансии. Мы ожидаем, что в 2007 г. долговая нагрузка Магнита вырастет до 3х, что представляется нам вполне приемлемым уровнем.

Основной формат – дискаунтер, региональный фокус: города с населением до 0.5 млн человек

Основным форматом сети Магнита является дискаунтер с относительно небольшой торговой площадью (около 300 кв. м.). По состоянию на конец 1кв2007 сеть компании состояла из 1.9 тыс магазинов и по числу точек была крупнейшей среди продуктовых ритейлеров (единственный непродовольственный ритейлер с более широкой сетью – Евросеть). В 2007-2008 г. Магнит рассчитывает открыть первые региональные гипермаркеты, но дискаунтеры в любом случае будут оставаться основным торговым форматом компании. Ключевыми регионами присутствия Магнита являются: Южный, Приволжский и Центральный, они принесли компании около 95% выручки в 2006 году.

Разветвленная сеть требует создания сложной логистической системы

Фокус на присутствии в небольших городах и наличие разветвленной сети требует от компании значительных усилий по развитию логистической инфраструктуры. К настоящему моменту Магнит достиг значительных успехов в этом вопросе: компания управляет 6 распределительными центрами и собственным грузовым парком из более чем 700 автомобилей. Именно сложная и технологичная логистика является одним из ключевых факторов успеха компании при выходе в новые регионы.

Валовая рентабельность Магнита относительно невелика – из-за особенностей региональной структуры

Работа в относительно небольших городах с численностью населения до 500 тыс. человек определяет относительно невысокую рентабельность компании. Маржа EBITDA компании в 2005-2006 г. находилась на уровне около 5%, что почти в 2 раза ниже, чем у X5. Валовая маржа компаний отличается еще сильнее: на 9 п.п. по итогам 2006 года. Столь значительный «разрыв» показателей рентабельности представляется нам вполне естественным в силу различия форматов и региональной стратегии компаний. Уровень доходов населения в небольших городах ниже, поэтому в структуре покупок доминируют относительно более дешевые продукты.

Еще одна причина относительно невысокой рентабельности Магнита – небольшая доля недвижимости, находящейся в собственности (около 24% по состоянию на конец 2006 г.). В такой ситуации маржа EBITDA страдает из-за эффекта «инфляции арендных ставок». Поэтому компания стремится активно выкупать недвижимость в собственность. В качестве ориентира по доле собственной недвижимости компания рассматривает 30% к концу 2007 г.

Финансовые результаты Магнит, USD млн, МСФО

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004	849	12.8%	15	1.8%	78	5.1	2.8
2005	1578	16.8%	79	5.0%	163	2.1	6.1
2006	2505	18.3%	123	4.9%	257	2.1	8.5
1кв.2007	781	18.8%	36	4.6%			

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Главный фактор успеха Магнита – очень динамичное развитие, стоимость экспансии для компании ниже, чем в крупных городах

Главным фактором успеха Магнита является динамичное развитие: по итогам 2006 г. выручка компании в долларовом выражении выросла на 59%. Столь высокие темпы роста также связаны с региональными особенностями бизнеса: стоимость открытия магазина в небольших городах существенно ниже, чем в столицах. Поэтому мы считаем, что динамичный рост компании окупает относительно невысокий уровень ее рентабельности. Мы полагаем, что с увеличением доли собственной недвижимости, маржа EBITDA может вырасти до 6% в течение ближайших 2-3 лет.

Мы ожидаем, что в 2007 г. темпы роста выручки Магнита несколько замедлятся, но останутся одними из самых высоких в отрасли. Наш предварительный прогноз выручки компании на 2007 г.: \$3.6-3.8 млрд. Рентабельность компании, по нашим ожиданиям, должна остаться на уровне прошлого года (около 5% EBITDA Margin).

Магнит развивается в основном органически, сделки M&A, скорее всего, маловероятны

В своем развитии Магнит в основном ориентируется на органическое расширение сети. До сегодняшнего момента компания практически не участвовала в сделках M&A. Насколько мы понимаем, такая позиция является принципиальной для контролирующего акционера компании г-на Галицкого. С учетом очень низкой насыщенности целевого рынка компании современными торговыми форматами такая стратегия представляется нам вполне обоснованной. Результаты 2006 г., на наш взгляд, вполне убедительно продемонстрировали способность Магнита добиваться высоких темпов роста выручки ценой относительно невысоких инвестиций.

В прошлом году компания провела допэмиссию акций на РТС, в результате которой она выручила более \$180 млн, еще около \$90 млн было сгенерировано в виде операционного денежного потока, инвестиции за 2006 г. составили около \$300 млн. Таким образом, основная часть инвестпрограммы прошлого года была профинансирована за счет использования долговых источников.

Значительные инвестиции приведут к росту долговой нагрузки в 2007 г. до 3х, но это не повредит кредитному качеству Магнита

План Магнита по инвестициям на 2007 г. составляет \$400-500 млн. Ориентировочно около половины этой суммы будет направлено на проект по строительству гипермаркетов в регионах, которые компания начнет открывать в следующем году. Мы ожидаем, что за счет операционных потоков компания сможет профинансировать 30-40% от запланированных инвестиций. Соответственно, уровень долговой нагрузки компании, по нашим прогнозам, может вырасти до 3.0х Долг/EBITDA к концу года. Мы считаем такой показатель вполне комфортным для компании и не видим в нем угрозы для кредитного качества Магнита.

Мы полагаем, что после 2007 г. сбалансированный характер развития компании сохранится, и не ожидаем, что на протяжении ближайших лет долговая нагрузка Магнита выйдет за пределы 3.5х Долг/EBITDA. При этом у Магнита есть очень хорошие возможности по привлечению средств на рынке акционерного капитала. По сообщениям г-на Галицкого, если Магнит будет совершать крупные приобретения, то такие сделки могут финансироваться за счет допэмиссии акций.

«Справедливый» спрэд Магнита: около 200 б.п. к ОФЗ

Мы очень позитивно оцениваем кредитный профиль Магнита и считаем, что облигации компании должны предлагать лишь небольшую премию к бумагам X5, связанную с отсутствием кредитных рейтингов. По нашему мнению, размер этой премии должен составлять около 20 б.п. Соответственно, «справедливый» спрэд Магнита мы оцениваем в 200 б.п. к ОФЗ.

Седьмой Континент

По итогам 2006 г. чистый долг 7К был отрицательным, но мы ожидаем его роста уже в 2007 году

Седьмой Континент (7К) – одна из крупнейших российских сетей супермаркетов, операции которой сосредоточены в основном в Москве. По итогам 2006 г. 7К был самым рентабельным среди публичных ритейлеров с отрицательным показателем чистого долга. Однако оборотной стороной таких результатов стал самый медленный рост выручки среди публичных компаний в 2006 г. (34% в долларовом выражении). Судя по всему, в 2007 г. компания активизирует инвестиции, что приведет к росту долга. По нашим прогнозам, уже в 2008 г. долговая нагрузка 7К сравняется с показателями Х5 и Магнита.

Ожидаем плавного снижения рентабельности по мере запуска новых форматов и выхода в регионы

В настоящий момент 7К по сути является моноформатной сетью (супермаркеты генерируют около 90% выручки), основная часть операций которой сосредоточена в одном регионе (Москва). В текущей ситуации такая структура бизнеса позволяет компании зарабатывать самую высокую маржу среди ритейлеров. Однако в связи с приближающимся насыщением московского рынка продуктовой розницы 7К стремится активно выходить в регионы. Также в целях диверсификации компания развивает формат гипермаркетов (доля в структуре выручки пока не превышает 15%). Руководители компании также озвучивали планы выхода в формат дискаунтеров, но четкой стратегии в отношении этого формата 7К пока не объявлял.

Поскольку супермаркеты 7К работают в премиум-сегменте, компания характеризуется самой высокой валовой маржой среди крупных ритейлеров (31% против 27% у Х5 и 18% у Магнита). Маржа EBITDA 7К также является самой высокой среди крупнейших ритейлеров: 10.9% за 2006 г. Мы ожидаем, что по мере развития более «дешевых» форматов и выхода в регионы, в течение ближайших лет маржа компании будет постепенно «сжиматься» с текущих рекордных уровней.

Значительную часть недвижимости 7К арендует у компании, принадлежащей акционерам 7К

По состоянию на конец 2006 г. доля недвижимости, находящейся в собственности компании была относительно невысокой (31%). Однако это не оказало негативного влияния на рентабельность компании, т.к. за 2006 г. расходы на аренду не выросли. Дело в том, что основную часть площадей (около 45%) компания арендует у аффилированной структуры – Мкапитал (ранее – «Столичные гастрономы»). Ставки аренды в договорах с Мкапиталом установлены на достаточно низком по сравнению с рыночными значениями уровне (средняя стоимость арендуемых у Мкапитала площадей: около \$200 за кв. м. в год в 2005-2006 гг.).

В 2006 г. сеть и выручка компании росли относительно медленно

Медленный рост выручки 7К в 2006 г. (+34% в долларовом выражении) по сравнению с Х5 и Магнитом объясняется, прежде всего, невысокими темпами открытия новых магазинов: за прошлый год сеть 7К увеличилась всего на 12 новых объектов (против 24 в 2005 г.). Руководство компании объясняет такую динамику дороговизной московской недвижимости и сложностями с поиском новых объектов.

Однако с новыми приобретениями в 2007 г. рост выручки должен ускориться

Однако в 2007-2008 гг. динамика расширения сети, судя по всему, будет существенно выше: весной 7К завершил сделку по приобретению 100% акций компании-собственника 29 несетевых магазинов в Москве (площадь: около 68 тыс. кв. м.). 7К собирается постепенно менять формат этих объектов и включать их в свою сеть супермаркетов. Также компания сообщала о том, что планирует существенно расширить сеть гипермаркетов: с 4 объектов на сегодняшний день до 50 – через 2-3 года.

Соответственно, мы ожидаем ускорения роста выручки компании до 40-50% в год в течение 2007-2009 гг., но предполагаем, что этот рост будет сопровождаться снижением рентабельности.

Финансовые результаты Седьмого континента (млн USD)

Период	Выручка	Валовая маржа	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2004	496	29.2%	43	8.6%	0	0	176.1
2005	712	32.2%	75	10.5%	92	1.3	44.9
2006	957	31.1%	105	10.9%	51	0.5	19.0
1 кв. 2007	289	30.9%	22	7.8%			

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

По состоянию на конец 2006 года долговая нагрузка компании была пренебрежимо мала (0.5x Долг/ЕБИТДА), а чистый долг был отрицательным. Однако, как мы уже отмечали, такая ситуация в значительной мере связана с низкой инвестиционной активностью компании в 2006 году. По состоянию на конец года 7К уже осуществил 100% предоплату за приобретенные 29 магазинов «Объединенной торговой недвижимости», поэтому эта сделка также не увеличит долг компании.

Наш прогноз Долг/ЕБИТДА 7К: 1.5-2.0x к концу 2007 г.

Компания не приводит оценок инвестиционных потребностей на 2007 г., однако мы полагаем, что они составят 6-8 млрд руб. Соответственно, долговая нагрузка компании должна вырасти до 1.5-2.0x Долг/ЕБИТДА уже по итогам текущего года.

Также существует неопределенность относительно планов по присоединению Мкапитала

Один из акционеров компании г-н Занадворов в интервью Коммерсанту говорил о планах по продаже контрольного пакета компании Мкапитал Седьмому Континенту. Поскольку Мкапитал владеет значительными площадями (более 160 тыс. кв. м.) качественной и дорогой торговой недвижимости, эта сделка также потребует значительных денежных средств. В то же время допэмиссия акций для присоединения Мкапитала, по нашему мнению, противоречит планам контролирующих акционеров: они неоднократно заявляли о планах по уменьшению своей доли до контрольной за счет проведение SPO в 2008 году.

В целом, исходя из планов 7К, мы ожидаем, что долговая нагрузка компании в течение ближайших лет будет заметно расти и сравняется с показателями Х5 и Магнита. Таким образом, главное кредитное различие между компаниями будет по сути нивелировано.

Наша оценка «справедливого» спреда 7К: 200 б.п. к ОФЗ

На наш взгляд, кредитное качество 7К сопоставимо с Магнитом и немного уступает Х5. Поэтому мы оцениваем «справедливый» спред бумаг 7К в 200 б.п. к ОФЗ.

Перспективные ритейлеры в 3м эшелоне

К привлекательным с точки зрения кредитного риска и доходности облигациям ритейлеров в 3м эшелоне мы относим Викторию, Карусель, Мосмарт, Мкапитал, Холидей.

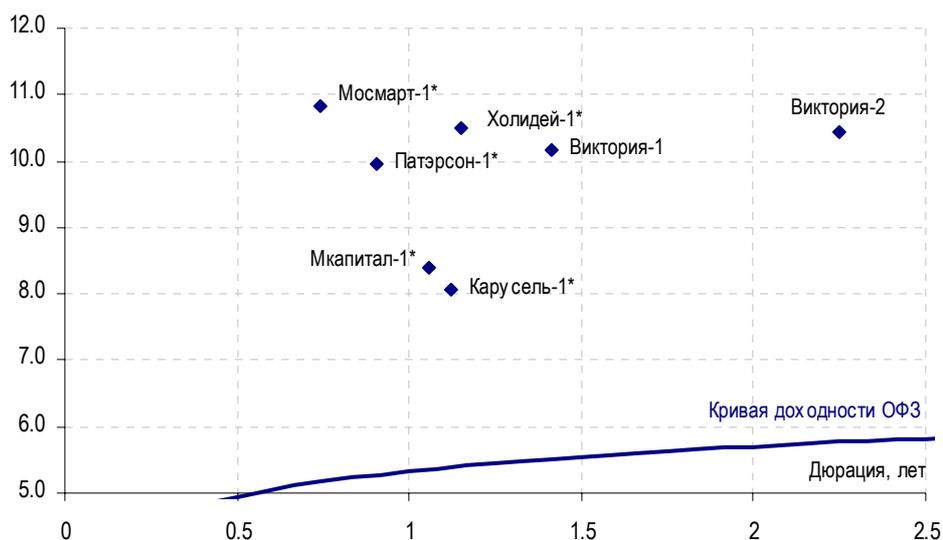
Большинство компаний, которые мы включили в данную группу, являются относительно небольшими по масштабам ритейлерами в сравнении с лидерами рынка. Долговая нагрузка этих компаний также несколько выше в силу значительных потребностей в инвестициях. Объединяющим фактором для всех этих компаний является их динамичный рост, операционная эффективность и, как следствие, высокая стоимость бизнеса по сравнению с размером долга.

Мы полагаем, что для всех компаний, включенных нами во 2ую группу, весьма вероятными сценариями развития является привлечение акционерного капитала или продажа бизнеса крупным стратегическим инвесторам. Любой из этих вариантов окажет позитивное влияние на кредитный профиль компаний.

За исключением Карусели ни одна из компаний 2ой группы пока не опубликовала отчетность по МСФО. В связи с этим важным фактором кредитного качества становится наличие качественной управленческой отчетности. Мы оцениваем прозрачность компаний 2ой группы за исключением Патэрсона как достаточно высокую. Все они публикуют промежуточные результаты, которые представляются нам вполне достоверными.

Мы не ожидаем скорого сужения спэдов облигаций 2ой группы, однако считаем бумаги перечисленных компаний весьма привлекательными по текущим уровням доходности. В связи с этим мы рекомендуем покупать эти облигации инвесторам с более высоким аппетитом к кредитному риску.

Доходность облигаций на 10 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Виктория

Мы позитивно оцениваем кредитный профиль Виктории, но ожидаем роста долговой нагрузки

Виктория – средняя по размерам мультиформатная сеть с выручкой около \$800 млн за 2006 год. Мы в целом позитивно оцениваем модель развития бизнеса компании: динамичный рост, ставка на современные логистические технологии, параллельное развитие нескольких торговых форматов. Текущая долговая нагрузка Виктории находится на весьма комфортном уровне. Мы ожидаем ее роста по итогам 2007 г., но полагаем, что она не выйдет за пределы 3.5x Долг/ЕБИТДА.

Виктория – сеть дискаунтеров, супермаркетов и магазинов формата «cash-and-carry». Исторически основным регионом присутствия компании была Калининградская область, однако в 2005-2006 г. компания сделала ставку на ускоренное развитие в Москве. В результате, столичный рынок принес компании более 50% выручки за 2006 год. Стратегия развития сети включает в себя расширение географии присутствия, однако более детальные планы компания пока не публиковала.

Рентабельность относительно невысока: около 5% EBITDA Margin

Объединяющим фактором для всех форматов Виктории является относительно невысокая торговая наценка. Валовая маржа компании по итогам 2006 г. составила 21%, что относительно немного для сети со значительным объемом продаж на московском рынке. При этом низкую наценку нельзя отнести и на слабость логистической инфраструктуры: у компании есть собственные распределительные центры, а транспортная и закупочная системы являются централизованными. Мы связываем низкую валовую маржу со структурой продаваемой продукции и ожидаем, что она может вырасти на 2-3 п.п. в течение 1-2 лет.

Очень низкая доля собственной недвижимости

Еще один фактор, определяющий относительно невысокую рентабельность Виктории на уровне EBITDA Margin (около 5.2% за 2006 г.) – низкая доля недвижимости, находящейся в собственности компании: 12% объектов на 1.10.2006 (и всего 5% - в Москве и СПб). Такая ситуация будет создавать значительное давление на рентабельность компании из-за высокой конкуренции за качественные торговые объекты и роста арендных ставок.

По нашему мнению, Виктории вряд ли удастся существенно повысить рентабельность EBITDA в течение ближайших 1-2 лет. Мы полагаем, что маржа компании будет оставаться на уровне 5-6%, что в целом является вполне естественным показателем для сети дискаунтеров с низкой долей недвижимости в собственности.

Финансовые результаты Виктории (млн USD)

Период	Выручка	Валовая маржа	ЕБИТДА	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004	358	21.5%	20	5.5%	18	0.9	13.8
2005	560	20.5%	35	6.2%	47	1.4	17.9
2006	798	21.0%	41	5.2%	138	3.2	10.1
1 кв. 2007	256	21.5%	13	5.2%	145		3.8

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

По итогам 2006 г. долговая нагрузка была вполне комфортной: 3.2x Долг/ЕБИТДА

По итогам 2006 г. долговая нагрузка Виктории составляла около 3.2x Долг/ЕБИТДА – вполне приемлемый уровень для российского ритейлера. Представители компании сообщили нам, что в течение ближайших лет Виктория планирует тратить на инвестиции \$170-200 млн ежегодно. Исходя из этой предпосылки, мы оцениваем суммарную потребность компании в долге на 2007 год в \$100 млн. В 1 кв. 2007 компания разместила второй выпуск облигаций (1.5 млрд руб.) для финансирования дальнейшего развития сети.

В 2007 г. ожидаем роста до 3.5x

Мы прогнозируем, что если компания выполнит свои инвестиционные планы на 2007 г., ее долговая нагрузка может вырасти до уровня 3.5x Долг/ЕБИТДА (этот уровень менеджмент компании рассматривает в качестве «порогового» значения).

Есть риск, что перед IPO компания будет стараться увеличить выручку за счет долговых источников...

По нашему мнению, компания в течение 2007-2008 г. будет стремиться расти быстрее рынка: по сообщениям прессы, Виктория планирует проведение IPO уже в 2008 году. Соответственно, для получения максимальной оценки при размещении акций, Виктории потребуется продемонстрировать максимальные темпы расширения бизнеса. В связи с этим мы ожидаем, что компания может перейти к более активному финансированию экспансии за счет долговых источников.

... поэтому мы опасаемся более агрессивного наращивания долга

По нашему мнению, для акционеров Виктории перед публичным размещением акций расширение сети и рост выручки будут приоритетными задачами. Поэтому мы не исключаем роста долговой нагрузки и до более высоких уровней. Недавно в руководстве компании произошли значительные кадровые перестановки. Если это решение было связано с недостаточно динамичным ростом бизнеса, то долговая нагрузка компании в течение ближайшего года может существенно увеличиться. Однако в свете ожидаемого размещения акций мы не видим проблем в таком развитии событий.

Финансовая прозрачность пока невысока, но компания делает серьезные шаги для ее повышения

В качестве еще одной негативной характеристики кредитного профиля Виктории мы отмечаем относительно невысокую финансовую прозрачность и слабую кредитную базу облигационных выпусков компании. Аудированная отчетность за 2006 г. будет готова только в ноябре 2007 г., отчетность российских юрлиц по РСБУ, на наш взгляд, не позволяет в полной мере оценить финансовые результаты компании. Однако этот недостаток во многом искупается регулярной публикацией консолидированной управленческой отчетности.

В структуре займа нет держателей недвижимости

Структура обоих облигационных займов Виктории не включает в себя поручительства со стороны держателей недвижимости. В то же время, по нашим оценкам, торговые операторы генерируют не более 30% суммарной EBITDA группы. Соответственно, денежные потоки поручителей по облигационному займу существенно меньше совокупных результатов всей группы.

В 2006 г. компания сделала ряд существенных шагов для повышения прозрачности, главным из них стал перевод калининградских операций группы (около 30% от оборота) на одно юр.лицо и выставление от этой компании оферты по облигациям. Однако пока прозрачность Виктории все же существенно отстает от лидеров отрасли. Первая публикация аудированной отчетности по МСФО намечена на ноябрь 2007 г.: это событие может стать «подтолкнуть» рынок к переоценке кредитного качества компании.

«Справедливый» спрэд: 450 б.п. к ОФЗ, может быть пересмотрен после публикации МСФО

По состоянию на сегодняшний день мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг Виктории в 450 б.п. к ОФЗ, что соответствует текущим доходностям облигаций компании. При этом мы полагаем, что после публикации отчетности по МСФО за 2006 г. спрэды бумаг компании могут сузиться до 350-400 б.п. к ОФЗ в зависимости от результатов 2007 г. и планов по проведению IPO.

Карусель

Основной кредитный фактор для Карусели – ожидаемый переход под контроль X5

Карусель представляет собой один из крупнейших в России проектов по строительству сети гипермаркетов. В настоящий момент компания находится в ранней стадии развития, а ее долговая нагрузка достаточно высока. Однако финансовые результаты компании по итогам 2006 года уже выглядят вполне достойно даже на фоне более крупных сетей. Основным фактором кредитного качества Карусели, на наш взгляд, являются ожидания по переходу под контроль X5, который может произойти в 1 п/г 2008 г.

Первый гипермаркет Карусели был открыт в 2004 году в Петербурге для отработки формата. К настоящему моменту сеть компании включает 23 гипермаркета, 13 из которых расположены в СПб и Ленинградской области, до конца года Карусель ожидает открыть еще 2 магазина, а к концу 2008 г. - довести размер своей сети до 40 магазинов.

В 2006 году компания по сути только начала активную торговую деятельность: часть магазинов уже «созрела» и начала приносить ожидаемый уровень доходов. По итогам года выручка компании достигла \$361 млн. Руководство Карусели ожидает, что по итогам 2007 г. выручка вырастет в 2.5 раза и составит около \$900 млн, а количество работающих гипермаркетов к концу 2007 г. должно, по планам менеджмента вырасти до 25.

Результаты Карусели по МСФО (млн USD)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Чистый долг*	Чистый долг* / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	84	8	9.3%	49	6.3	34.8
2006	361	29	8.1%	232	7.9	3.3

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка, * за вычетом займов от связанных сторон и акционеров

Компания демонстрирует вполне «достойную» рентабельность,

вся недвижимость находится в собственности

Несмотря на относительную «молодость», Карусель демонстрирует весьма достойные показатели рентабельности: около 8.3% EBITDA Margin за 2006 год. Мы ожидаем, что в 2007 г. этот показатель еще немного вырастет и составит 8.5-9.0%. Основными факторами столь высокой эффективности Карусели являются:

- значительная торговая наценка (Gross Margin: 23.7% за 2006 г.), связанная с высокой долей непродовольственных товаров и кулинарии собственного производства в структуре продаж;
- все торговые объекты компании находятся в собственности.

Долговая нагрузка по итогам 2006 г. была очень высокой, но уже в 2007 г. должна снизиться до 3.5х

Прошлый год стал пиковым для компании с точки зрения долговой нагрузки: начав практически «с нуля», компания инвестировала в строительство гипермаркетов около \$160 млн. Соответственно, уровень долговой нагрузки вырос до 5.9х Долг/ЕБИТДА. Исходя из оценок инвестиционной программы компании, мы ожидаем, что по итогам 2007 г. долговая нагрузка снизится до 3.5х ЧистыйДолг/ЕБИТДА, что является вполне комфортным уровнем.

Финансовые успехи относительно молодой компании, безусловно, заслуживают позитивных оценок. Однако основным фактором кредитного качества Карусели, на наш взгляд, является ожидаемая интеграция в структуру X5 Retail Group. Руководство X5 неоднократно подтверждало, что компания намерена воспользоваться опционом на приобретение акций Карусели, который может быть исполнен в течение января-июня 2008 г. Мы считаем, что вероятность этого события высока: для X5 активный выход в новый формат гипермаркета, по нашему мнению, будет выгоден с точки зрения развития бизнеса.

Потенциал роста бумаг Карусели ограничен их короткой дюрацией

Текущий спрэд облигаций Карусели к ОФЗ составляет около 260 б.п. (премия к X5: около 80 б.п.). По нашему мнению, дальнейший потенциал роста цен бумаг Карусели ограничен их относительно короткой дюрацией: в случае исполнения опциона X5 в течение 1п/г2008 г. инвесторы не смогут заработать на росте цены облигаций Карусели, т.к. оферта по ним назначена на сентябрь 2008 года.

Мосмарт

Финансовые показатели Мосмарта пока выглядят слабо, но мы все же позитивно оцениваем кредитный профиль компании

Мосмарт – относительно молодой проект в российском ритейле: компания динамично развивается в основном на арендованных площадях. Высокие темпы открытия новых магазинов приводят к тому, что рентабельность компании пока невысока, а показатели долговой нагрузки, наоборот, выглядят достаточно агрессивно. Однако мы все же достаточно позитивно оцениваем кредитный профиль Мосмарта: динамичная стратегия развития и доступ к финансированию экспансии за счет акционерного капитала, на наш взгляд, уравновешивают относительно невысокие финансовые показатели.

Пока основным регионом является Москва, но компания планирует региональную экспансию уже в 2007 г.

Основным регионом присутствия для Мосмарта в настоящий момент является Москва, где находится 4 крупных гипермаркета (площадью более 10 тыс. кв. м. каждый). Однако стратегия компании подразумевает достаточно активное расширение присутствия компании на региональных рынках. Уже в 2007 г. Мосмарт планирует открыть магазины на Урале, в Сибири, Поволжье и Санкт-Петербурге. При этом компания будет развивать не только гипермаркеты, но и менее крупные форматы: супермаркеты и магазины у дома.

Компания планирует активно расширять бизнес: удвоение выручки каждый год

По итогам 2006 г. выручка Мосмарта составила 6.4 млрд руб., т.е. компания была относительно небольшим игроком по сравнению с лидерами отрасли. Однако планы Мосмарта по развитию достаточно агрессивны: только за 2007 г. компания планирует увеличить выручку более чем в 2 раза, а в 2009 г. рассчитывает довести выручку своей сети до \$1.7 млрд. По итогам общения с менеджментом компании мы сделали вывод о том, что реальные темпы экспансии Мосмарта могут оказаться даже более динамичными.

Достаточно высокая для гипермаркетов валовая рентабельность: 23%

Несмотря на относительно небольшой масштаб бизнеса, Мосмарт является достаточно технологичной компанией с точки зрения развития логистической инфраструктуры, IT систем, закупок и отношений с поставщиками. Поэтому характеристики рентабельности Мосмарта вполне сопоставимы с существенно более крупными игроками: валовая маржа составляет около 23%, что является весьма хорошим результатом для сети гипермаркетов.

В настоящий момент сеть Мосмарта построена на арендованных площадях, однако риски, связанные с отсутствием собственной недвижимости для Мосмарта существенно меньше, чем для других ритейлеров. Дело в том, что крупные торговые объекты компания арендует у связанных структур, которые представляют собой девелоперские проекты акционеров Мосмарта. Такая стратегия развития снижает потребность в инвестициях на период динамичного роста сети. При этом главная проблема – опережающая инфляция арендных ставок, — в меньшей степени угрожает компании.

Особенность Мосмарта: косвенное присутствие на рынках акционерного капитала

Еще одна особенность Мосмарта: косвенное присутствие на рынках акционерного капитала: 25% акций компании принадлежит швейцарским инвестиционным фондам, акции которых торгуются на бирже. По нашему мнению, такая структура собственности существенно упрощает привлечение акционерного капитала для компании.

Основные финансовые показатели Мосмарта за 2006 г. (управленческая отчетность):

- Выручка: 6.4 млрд руб.;
- Валовая рентабельность: около 23%, маржа EBITDA: около 8%;
- Долг (с учетом займов от акционеров): 2.4 млрд руб., Долг/EBITDA: 4.5x.

Как и большинство некрупных ритейлеров, Мосмарт планирует в ближайшие годыкратно увеличивать масштаб сети и объемы операций: только в 2007 г. выручка должна вырасти более чем в 2.4 раза. До 2010 года в рамках представленной программы развития компании оборот сети должен практически удваиваться каждый год.

Столь высокие темпы роста объемов продаж и развития сети компания планирует обеспечить в основном за счет арендованных магазинов. При этом основные объемы недвижимости (за исключением 4 московских гипермаркетов) Мосмарт уже сейчас арендует у своих бизнес-партнеров. Собственниками этих объектов являются те же швейцарские фонды и их родственные компании, которые являются владельцами 25% в капитале сети. С одной стороны, такая ситуация гарантирует Мосмарту наличие долгосрочных отношений с арендодателями. С другой стороны – иностранные партнеры заинтересованы в увеличении денежного потока от принадлежащей им недвижимости, поэтому Мосмарт вряд ли может рассчитывать на низкие арендные ставки в новых магазинах.

**Рентабельность за 2006 г.:
вполне достойные
результаты**

Операционная рентабельность Мосмарта за 2006 г. представляется нам вполне адекватной: валовая маржа на уровне 23% близка к среднеотраслевым показателям для московских магазинов, маржа EBITDA на уровне 8% за 2006 г. также вполне укладывается в наши представления об эффективности формата гипермаркета.

**Но в 1 кв 2007 компания
получила операционный
убыток из-за высоких
затрат на открытие
новых магазинов**

Однако уже в 1 кв. 2007 г. рентабельность компании существенно упала: торговый оператор отразил убыток от продаж в размере 129 млн руб. при выручке 1.6 млрд руб. По данным руководства компании, такие результаты связаны со значительными расходами на открытие новых магазинов, которые пока еще не начали генерировать выручку и прибыль. С учетом агрессивных планов по экспансии, мы полагаем, что рентабельность Мосмарта в 2007 г. может оказаться существенно ниже результатов прошлого года.

**Долговая нагрузка
достаточно высока, но она
компенсируется планами
по привлечению
акционерного капитала**

В такой ситуации долговая нагрузка компании, измеренная как отношение Долг/EBITDA, будет оставаться высокой в течение длительного времени. Мы не считаем этот факт существенной угрозой для кредитного качества Мосмарта. На наш взгляд, высокая долговая нагрузка во многом искупается ожидаемым увеличением акционерного капитала, которое, по данным менеджмента может состояться в течение ближайшего года.

**Высокие затраты на
открытие магазинов
будут сдерживать
переоценку кредитного
качества Мосмарта в
течение 2007-2008 г.**

Финансовые результаты Мосмарта во многом напоминают показатели «Аптечной сети 36.6» за 2005-2006 г. и Магнита за 2005 г.: сильные операционные показатели «зрелых» магазинов «съедаются» за счет значительных операционных затрат на расширение сети. Мы ожидаем, что рентабельность компании будет находиться под давлением этого фактора в течение 2007-2008 г. Мы полагаем, что этот фактор будет сдерживать переоценку кредитного качества Мосмарта в течение ближайшего года.

В целом финансовые показатели Мосмарта определяются ранней стадией проекта по созданию крупной мультиформатной розничной сети. При этом мы достаточно высоко оцениваем кредитное качество компании на основании следующих критериев:

- высокая операционная эффективность
- поддержка акционеров, возможность привлечения акционерного капитала;
- растущая финансовая прозрачность.

**Наша оценка
«справедливого» спреда:
500-550 б.п. к ОФЗ, бумаги
интересны инвесторам с
высоким аппетитом к
рisku**

Наша оценка «справедливого» спреда Мосмарта – 500-550 б.п. к ОФЗ базируется в основном на относительно слабых финансовых показателях. Однако мы считаем облигации Мосмарта одной из интересных возможностей среди высокодоходных бумаг ритейлеров для инвесторов с высоким аппетитом к риску. По нашему мнению, вероятность «стрессового» сценария для Мосмарта существенно ниже, чем для сопоставимых по масштабам компаний.

МКапитал

- Мы считаем МКапитал «производной» от риска 7Континента** МКапитал (ранее – «Столичные Гастрономы») – крупный владелец торговой недвижимости в Москве, принадлежащий акционерам Седьмого Континента. Судя по заверениям акционеров, в ближайшее время планируется продажа акций компании напрямую 7К. В связи с этим мы рассматриваем кредитный риск МКапитала как «производную» от риска 7К и считаем, что, несмотря на невысокую ликвидность, их покупка по текущим ценам может быть весьма интересной инвестиционной идеей.
- Очень большой портфель дорогой московской торговой недвижимости в собственности** До проведения IPO в 2004 году Седьмой Континент открывал магазины на площадях, арендованных у МКапитала. В итоге на балансе компании оказались качественные торговые объекты, расположенные преимущественно в центре Москвы, общей площадью более 150 тыс. кв. м. Новые магазины, открытые после IPO 7К, уже находились в собственности самого розничного оператора или брались в аренду у сторонних собственников. Однако, в любом случае, к концу 2006 г. МКапитал владел примерно половиной магазинов 7К.
- МКапитал принадлежит акционерам 7К** МКапитал через ряд связанных структур принадлежит контролирующим акционерам 7К – В. Груздеву и А. Занадворову. Аффилированность с 7К проявляется и в низких ставках, по которым МКапитал сдает свои объекты 7К: средняя ставка аренды в 2005-2006 г. составляла около \$200 за кв. м., что заметно ниже рыночных цен. Однако такая ситуация не приводит к убыточности МКапитала: компания несет только операционные расходы, а ее рентабельность по EBITDA превышает 70%.
- Компания отказалась от собственных девелоперских проектов...** При размещении облигаций МКапитала предполагалось, что компания будет развивать собственные девелоперские проекты, в том числе на заемные средства и, возможно, в будущем проведет IPO. В соответствии с этими планами МКапитал в 2006-2007 г. профинансировал строительство и выкупил в собственность крупный торговый центр в подмосковном Реутове, израсходовав значительную часть средств, вырученных от облигационного займа.
- ... в планах – присоединение к Седьмому Континенту** Однако в марте г-н Занадворов в интервью Коммерсанту сообщил, что акционеры не планируют развивать девелоперский бизнес компании. Вместо этого они предполагают продать акции МКапитала напрямую Седьмому Континенту. Если эти планы будут выполнены, кредитный риск МКапитала станет эквивалентным риску 7К.
- Даже если переход под контроль 7К затянется, мы не видим в этом проблем для кредитного профиля компании** Даже если ситуация с передачей акций затянется, мы считаем, что при условии отказа от собственных девелоперских проектов, риск МКапитала можно считать производным от риска 7К. Несмотря на низкие арендные ставки, долговая нагрузка компании относительно невелика (2.3x Долг/EBITDA), а реальная рыночная стоимость актива и его ценность для 7К очень высоки. Поэтому, при условии стабилизации долга на текущем уровне, мы не видим никаких негативных с точки зрения кредитного качества сценариев для МКапитала.

Патэрсон

Плюсы: наличие качественной сети супермаркетов; **минусы:** рост долга и невысокая финансовая прозрачность

Патэрсон – средняя по объемам продаж сеть городских супермаркетов. Мы нейтрально оцениваем бизнес-профиль группы. В качестве существенных позитивных моментов мы выделяем: простую структуру, приемлемую рентабельность и наличие значительного объема недвижимости в собственности. В то же время мы отмечаем относительно низкую прозрачность и предсказуемость финансовой политики Патэрсона, рост долговой нагрузки и неготовность менеджмента группы давать комментарии по финансовым результатам.

По состоянию на конец 2006 г. компания управляла 84 городскими супермаркетами, 31 из которых находился в Москве и 16 в Петербурге. Мы не располагаем точными данными по структуре выручки компании по регионам, но полагаем, что доля двух столичных городов в ней весьма высока и составляет 60-70%.

Основные операционные характеристики сети:

- значительная доля продукции собственного производства в выручке (около 15%) => высокий уровень валовой маржи: около 29% по РСБУ за 2006 г.;
- отсутствие централизованной логистической системы;
- доля площадей, находящихся в собственности: около 35%.

Компания развивается не очень динамично

Для относительно небольшой по масштабам бизнеса компании (выручка за 2006 г.: около \$320 млн) в прошлом году Патэрсон развивался не очень динамично: прирост выручки составил всего 37% в рублевом выражении. Планы компании, приведенные в материалах к выпуску облигаций, предполагают средний рост выручки в 2007-2009 г. на 33% в год, что несколько ниже ожидаемых темпов развития сетевой розницы в целом.

Валовая рентабельность достаточно высока, но EBITDA Margin ведет себя непредсказуемо

Валовая рентабельность компании достаточно высока (около 29% за 2006 г.), что связано с высокой долей продукции собственного производства в структуре выручки. Однако на уровне EBITDA Margin мы наблюдаем достаточно странную динамику: по итогам 1 п/г 2006 г. этот показатель был достаточно высоким и составлял 9.5%, но по результатам за 2006 г. он снизился до 6%. Комментарии менеджмента по данному вопросу нам получить не удалось.

Финансовые результаты Патэрсона (млн USD)

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004	186	27.7%	16	8.6%	50	3.0	3.3
2005	250	28.1%	26	10.4%	65	2.6	3.7
1п/г 2006	147	29.3%	14	9.6%	75	--	--
2006	323	29.3%	19	6.0%	93	4.8	н/д

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Мы считаем инвестиционные планы Патэрсона заниженными и ждем более значительного роста долга

Даже с учетом снижения рентабельности, долговая нагрузка Патэрсона пока не вышла за рамки приемлемого уровня: по итогам 2006 г. она составила около 4.8x Долг/EBITDA. Наши опасения относительно кредитного профиля Патэрсона в основном сводятся к низким инвестиционным планам, заявленным в материалах к размещению облигаций. По данным компании, суммарные инвестиции Патэрсона за 2007-2009 г. составят всего около 2.3 млрд руб., что представляется нам недостаточным для запланированного увеличения выручки сети до 21 млрд руб. к 2009 году. В связи с этим мы ожидаем, что реальный объем инвестиций окажется существенно большим, что должно вызвать рост долговой нагрузки.

Еще одной проблемой Патэрсона является относительно невысокая финансовая прозрачность компании. Несмотря на простоту юридической структуры группы (1 операционная компания и 1 держатель недвижимости), резкие колебания рентабельности заставляют нас сделать предположение о значительном перераспределении денежных потоков в пользу юр.лиц, которые не заявлены в структуре группы.

Также можно предположить, что компания отразила в отчетности по РСБУ какие-либо разовые расходы, которые носят внеоперационный характер, однако более детальные сведения в настоящий момент недоступны. В связи с этим мы отмечаем низкую финансовую прозрачность компании в качестве негативной составляющей кредитного профиля.

Низкая прозрачность во многом компенсируется качественным портфелем недвижимости и комфортной структурой займа

Несмотря на низкую оценку финансовой прозрачности, мы все же достаточно оптимистично оцениваем кредитные перспективы группы. На наш взгляд, благодаря значительному присутствию на столичных и региональных рынках, сеть может стать весьма привлекательной целью для поглощения со стороны более крупного игрока. При этом достаточно «сильная» структура займа, включающая в себя торгового оператора и держателя недвижимости, является существенным фактором комфорта для держателей облигаций компании.

«Справедливый» спрэд: 450-500 б.п. к ОФЗ

Мы оцениваем «справедливый» спрэд облигаций Патэрсона в 450-500 б.п. к ОФЗ, что в целом соответствует текущим доходностям облигаций компании. Мы полагаем, что рынок может пересмотреть свое отношение к кредитному риску компании после публикации отчетности по МСФО за 2006 г., намеченной на осень 2007 г. Однако риск существенного роста долговой нагрузки, связанный с необходимостью не отставать от развития рынка, по нашему мнению, останется актуальным для Патэрсона.

Холидей

Мы считаем Холидей одной из самых интересных возможностей среди высокодоходных бумаг ритейла

Мы позитивно оцениваем кредитный профиль Холидея. Основными «сильными сторонами» компании, на наш взгляд, являются высокая финансовая прозрачность, эффективная бизнес-модель и стремление акционеров финансировать развитие компании не только за счет долговых источников. При этом временный рост долговой нагрузки мы не считаем угрозой для кредитного качества компании. По нашему мнению, Холидей является одним из самых привлекательных эмитентов, представленных в сегменте высокодоходных бумаг продуктовой розницы.

Розничная сеть Холидей работает в 3 различных форматах: «магазин у дома», супермаркет и гипермаркет. Основным регионом присутствия сети является Новосибирская обл., где Холидей является крупнейшим игроком. Магазины компании также работают в Омске и Барнауле. Стратегия компании нацелена на превращение в крупнейшего продуктового ритейлера в Сибирском регионе и включает в себя выход на рынки Иркутской обл., Красноярского края и Ханты-Мансийского АО.

Бизнес-модель: во многом схожа с федеральными сетями

Бизнес-модель Холидея в значительной мере напоминает крупнейшие федеральные розничные сети по следующим параметрам:

- централизованная логистика: компания строит логистические центры с радиусом обслуживания около 400 км, и через них выходит в новые регионы;
- единая система закупок, направленная на получение бонусов и дополнительных скидок от поставщиков.

Холидей активно участвует в региональных сделках M&A

Отличительной особенностью Холидея по сравнению с другими региональными розничными сетями является развитие не только за счет органического роста, но и активное участие в сделках M&A:

- август 2006 г. – приобретение сибирской сети «Сибириада»: 30 магазинов с годовым оборотом более \$120 млн;
- начало 2007 г. – приобретение сети «Экономный» (г. Омск): 26 магазинов;
- в настоящий момент, по данным прессы, компания ведет переговоры о присоединении кемеровской сети УК «Кора»: 20 магазинов, площадь, 25 тыс. кв. м., выручка за 2006 г. – около \$150 млн.

Финансовые результаты Холидея (млн USD)

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2006	372	20.0%	23	6.1%	133	5.7	2.3
1кв.2007	110	19.9%	6	5.1%	92		

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Динамичный рост, приемлемый уровень рентабельности

Холидей весьма динамично развивается: с учетом приобретения сети «Сибириада» выручка компании за 2006 г. выросла в 2.7 раза (этот результат пока не включает в себя выручку омских магазинов сети «Экономный»). Рентабельность компании также находится на вполне достойном уровне: около 6% EBITDA Margin по итогам 2006 г. Мы полагаем, что синергетический эффект от консолидации закупочной политики и централизация логистики в 2007-2008 гг. способны позитивно повлиять на рентабельность Холидея.

Снижение рентабельности в 1кв2007 носит «сезонный» характер: во-первых в 1 квартале традиционно наблюдается снижение активности покупателей, во-вторых – бонусы и скидки от поставщиков Холидей признает по факту их получения: т.е. они будут отражены в финансовых результатах 3-4 кварталов.

<i>В 2007 г. компания существенно снизила долг за счет доэмиссии в пользу private equity фонда</i>	Уровень долговой нагрузки компании по состоянию на конец 2006 года был достаточно высоким: около 6х Долг/ЕБИТДА. Однако уже в 1кв2007 Холидей существенно уменьшил размер долга – за счет доэмиссии акций в пользу private equity фонда «Ренова Капитал» компания погасила часть банковских кредитов. По сообщениям прессы, в 2007 г. Холидей может привлечь еще один инвестиционный фонд, продав ему новую доэмиссию акций.
<i>Стремление акционеров привлечь сторонних инвесторов – очень позитивно для компании</i>	Мы позитивно оцениваем стремление акционеров финансировать динамичный рост компании не только за счет долговых ресурсов, но и за счет увеличения акционерного капитала. Холидей на сегодняшний день является единственным региональным ритейлером, который активно привлекает средства в капитал компании.
<i>Сделка по объединению с УК «Кора» может повысить долговую нагрузку компании</i>	Единственной причиной, которая способна существенно увеличить долговую нагрузку компании, является возможное объединение с сетью УК «Кора». В настоящий момент схема данной сделки не опубликована, однако в прессе появлялись сообщения о том, что она может быть частично оплачена акциями, частично – деньгами. Мы не исключаем, что если сделка состоится, то к концу 2007 г. долговая нагрузка Холидея опять окажется достаточно высокой. Однако мы полагаем, что в силу динамичного роста бизнеса и высокой гибкости компании в вопросах привлечения капитала, возможная проблема роста долговой нагрузки может быть достаточно быстро решена.
<i>Но у Холидея остаются ресурсы по уменьшению долга</i>	По сообщениям руководства компании, еще одним существенным источником финансирования для Холидея является продажа части недвижимости, которую компания в настоящий момент сдает в аренду. Так, недавно компания продала крупный торговый центр Барнауле, оставшись при этом одним из его якорных арендаторов. В силу наличия значительного объема недвижимости в собственности, потенциальный запас финансовых ресурсов у компании достаточно высок.
<i>Финансовая прозрачность – достаточно высока даже без отчетности по МСФО</i>	От большинства региональных ритейлеров Холидей весьма выгодно отличается с точки зрения финансовой прозрачности. Несмотря на отсутствие консолидированной отчетности по МСФО, мы высоко оцениваем качество управленческой отчетности компании: <ul style="list-style-type: none">• основные активы и торговые операции сосредоточены на юр.лицах-поручителях по облигационному займу;• операционная прибыль остается на торговых компаниях и держателе недвижимости, их официальная отчетность вполне достоверно отражает управленческие показатели.
<i>«Справедливый» спрэд Холидея: 450 б.п. к ОФЗ, есть потенциал сужения</i>	Текущие спрэды бумаг Холидея составляют около 500 б.п., что представляется нам вполне адекватной оценкой. Однако мы ожидаем, что по мере появления новых подробностей о возможных сделках и финансовой стратегии компании, спрэды облигаций Холидея могут сузиться до 450 б.п. к ОФЗ, если компания продемонстрирует четкий план по снижению долговой нагрузки.

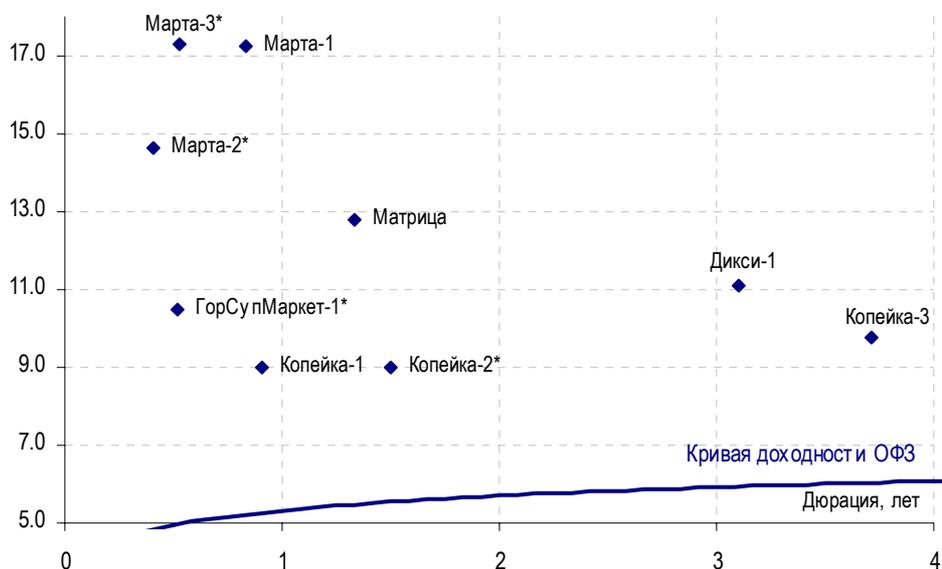
Компании с переоцененным кредитным риском

К данной группе мы относим компании, кредитный профиль и доходность облигаций которых представляются нам менее привлекательными. Несмотря на то, что по уровню доходности они вполне сопоставимы с бумагами 2ой группы, мы все же не можем рекомендовать эти облигации к покупке.

Для каждой компании мы выделяем какой-либо негативный фактор, который, на наш взгляд, делает покупку ее облигаций непривлекательной. Наиболее распространенными негативными аспектами для компаний данной группы мы считаем:

- низкую эффективность бизнес-модели, невысокую рентабельность;
- высокую долговую нагрузку, агрессивную финансовую политику;
- низкую финансовую и юридическую прозрачность.

Доходность облигаций на 10 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Азбука Вкуса/Городской Супермаркет

Мы умеренно-негативно оцениваем кредитный профиль Азбуки Вкуса (АВ). В качестве основных рисков мы выделяем: невысокую масштабируемость формата, зависимость от минимальных негативных макроэкономических колебаний, низкую финансовую прозрачность, ожидаемый рост долговой нагрузки.

Формат АВ является самым дорогим среди публичных ритейлеров

АВ – относительно небольшая по масштабам бизнеса сеть из 20 супермаркетов «премиум»-класса, представленная на сегодняшний день только в Москве. Основные характеристики торгового формата Азбуки Вкуса:

- самая высокая торговая наценка: валовая маржа АВ составляет около 40% (данные за 2005 год), для сравнения – 32% у Седьмого Континента;
- высокая доля деликатесных продуктов собственного производства в выручке;
- расположение магазинов: 70% находится в центре Москвы, остальные – в районах элитной жилой застройки.

Очень высокая зависимость от недвижимости, существенный риск инфляции арендных ставок

Очевидно, что для самого дорогого формата магазинов, ключевым фактором успеха является удобное расположение, поэтому недвижимость играет ключевую роль для компании. Основная часть магазинов (17 из 20) компании открыта в арендованных помещениях, поэтому арендные расходы формируют весьма значительную часть издержек компании. Точных данных о структуре издержек за 2006 г. компания не раскрывает, однако, по нашим оценкам, отношение аренды к выручке компании составляет более 10% (у сетей дискаунтеров – 3-5%). В итоге, операционная рентабельность АВ находится на одном уровне с самыми эффективными сетями: Х5 и Седьмым Континентом. В связи с высокой зависимостью компании от ключевых магазинов, мы считаем риск ускоренной арендной инфляции весьма актуальным для Азбуки Вкуса.

В «дороговизне» формата АВ мы видим еще один существенный источник бизнес-рисков: снижение располагаемых доходов населения и конкуренция с форматом гипермаркетов, на наш взгляд, способны снизить привлекательность магазинов АВ для покупателей. В данном случае компании придется снижать торговую наценку, что, в свою очередь, негативно отразится на ее рентабельности.

Финансовые результаты компании за 2006 г. (управленческая отчетность):

- выручка: \$148 млн., EBITDA: \$16 млн, маржа EBITDA: 11%;
- Долг: \$60 млн, Долг/EBITDA: 3.7x.

Долговая нагрузка может существенно вырасти в 2007 г.

В планах компании на 2007 г. – открытие 4 новых магазинов в Москве и 2 – в СПб., также АВ будет вкладывать средства в заключение договоров аренды и финансирование ремонта магазинов, которые должны быть открыты в 2008 г. (12-15 супермаркетов). Суммарный объем инвестиций на 2007 г. компания оценила в \$56 млн. Мы ожидаем, что основная часть этой суммы (более 60%) будет профинансирована за счет долга. В результате долговая нагрузка, по нашим прогнозам, вырастет до 4-5x Долг/EBITDA.

Инвестиционные аппетиты компании могут оказаться слишком высокими

В апреле 2007 г. ЕБРР объявил о том, что ведет переговоры с Азбукой Вкуса о выделении кредита на сумму до \$50 млн в рамках суммарной инвестпрограммы стоимостью до \$230 млн. Руководство АВ сообщило о том, что данная публикация не означает твердого намерения компании привлечь долги на такую сумму. Однако мы все же рассматриваем этот факт в качестве косвенного подтверждения высоких инвестиционных аппетитов АВ.

Главным риском остается низкая финансовая прозрачность

Однако главным риском для кредиторов АВ мы считаем низкую финансовую прозрачность компании и перераспределение денежных потоков внутри группы:

- по итогам 2005 г. валовая маржа по данным «управленческой» отчетности составила около 40%, в то время как показатель операционной компании составил всего 16.7%;
- в 2006 г. валовая рентабельность операционной компании выросла до 26%, но операционная маржа оказалась крайне низкой (4.5%) из-за существенного увеличения коммерческих расходов. В итоге на операционную компанию пришлось менее половины EBITDA за 2006 год.

Таким образом, основная операционная компания (эмитент займа) не является центром прибыли компании, а отсутствие аудированной отчетности не позволяет оценить достоверность финансовых результатов группы.

«Справедливый» спрэд: 550-600 б.п. к ОФЗ

Мы оцениваем «справедливый» спрэд бумаг Городского Супермаркета в 550-600 б.п. к ОФЗ и пока не видим объективных причин для пересмотра отношения инвесторов к кредитному риску компании.

Дикси

Основные проблемы Дикси – низкая рентабельность и высокая долговая нагрузка

Главными характеристиками Дикси являются низкая рентабельность (около 4% по EBITDA) и высокая долговая нагрузка: более 6х Долг/EBITDA по итогам 2006 г. Позитивное влияние IPO, проведенного в мае 2007 г., на кредитный профиль компании, на наш взгляд, весьма ограничено, т.к. основную часть средств, вырученных в ходе размещения, получили акционеры. Мы ожидаем, что долговая нагрузка Дикси в течение 2007-2008 г. будет находиться на весьма высоком уровне. В связи с этим мы оцениваем кредитное качество Дикси существенно ниже, чем других публичных ритейлеров (X5, Магнит, 7К).

Формат Дикси подразумевает относительно невысокую наценку

Основным форматом магазинов Дикси являются относительно небольшие дискаунтеры (средняя торговая площадь: около 400 кв. м). Помимо этого компания развивает и более крупные форматы – «Минимарт» (700 кв.м.) и «Мегамайт» (2.4 тыс. кв. м.), но их доля в выручке за 2006 г. относительно невелика: около 10%. В настоящий момент все форматы магазинов Дикси относятся к нижнему ценовому сегменту, однако компания планирует репозиционировать часть магазинов в более высокую ценовую категорию.

Основной регион присутствия Дикси – Центральный, в 2006 г. на него пришлось около 55% магазинов и выручки компании, на оставшиеся 2 региона – Урал и Северо-Запад — 26% и 19% выручки соответственно. Планы по расширению сети предполагают сохранение аналогичного баланса между регионами и в 2007 году. В рамках Центрального региона основная часть магазинов (более 35% от размера всей сети компании) приходится на Москву и Московскую область. В связи с высокой конкуренцией в этом регионе, мы полагаем, что потенциал повышения цен для компании весьма ограничен.

Низкая степень развития централизованной логистики и закупочной системы

Одной из важных операционных проблем Дикси является низкая степень развития логистической системы: по итогам 2006 г. из собственных распределительных центров доставлялось около 40% продуктов. Компания рассчитывает в 2007-2008 г. повысить этот уровень, что должно позитивно сказаться на рентабельности. Помимо развития логистики Дикси планирует создать и централизованную систему закупок. В сумме эти шаги могут, по нашему мнению, принести компании дополнительно 1-1.5 п.п. в терминах валовой маржи.

По итогам 2006 г. валовая рентабельность Дикси составила около 20.8%, что является вполне естественным показателем для дискаунтеров с децентрализованной логистикой и закупками. Если принять оптимистическую гипотезу о выстраивании централизованной логистики в 2007-2008 г., этот показатель, по нашему мнению, может вырасти до 22%.

Доля арендованных площадей очень высока

Основная часть магазинов Дикси (77% на конец 2006 г.) работает на арендованных площадях. Соответственно, проблема инфляции арендных ставок является весьма актуальной для компании. В 2006 г. рост расходов на аренду и оплату труда существенно превосходил увеличение валовой маржи, поэтому рентабельность по EBITDA в 2006 г. снизилась до 3.7% с 5.4% годом ранее.

Ожидаем, что рентабельность компании будет составлять около 5% EBITDA Margin

Дальнейшее расширение сети Дикси, судя по данным компании и организаторов IPO, также будет происходить преимущественно на основании арендной схемы. В связи с этим мы ожидаем, что проблема роста стоимости аренды останется актуальной для компании. По нашим прогнозам, рентабельность Дикси будет оставаться весьма низкой: около 5% EBITDA Margin по итогам 2007 года.

Финансовые результаты Дикси (млн USD)

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA*	Рентабельность EBITDA*	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	709	19.3%	38	5.4%	64	1.7	5.3
2006	1009	20.8%	37	3.7%	250	6.5	2.0

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка, * EBITDA – до эффекта создания/списания налоговых резервов

В 2007 г. рентабельность компании упала: EBITDA Margin составила всего 3.7%	<p>В 2006 г. выручка розничного направления компании в рублевом выражении выросла на 37% и составила 27.4 млрд руб (\$1.01 млрд). Основная часть роста выручки, по нашему мнению, была достигнута за счет массивного расширения сети: +110 магазинов (+51%) за год. Однако такая активная экспансия стала одной из причин снижения рентабельности компании: по итогам 2006 г. маржа EBITDA Дикси снизилась до 3.7%, что является самым низким показателем в группе ритейлеров с выручкой выше \$1 млрд руб. за 2006 год.</p> <p>В 2007 г. Дикси рассчитывает продолжить динамичное расширение сети (план по открытию магазинов составляет около 80 штук). Поэтому мы полагаем, что доля «незрелых» объектов в сети компании останется достаточно высокой, а рентабельность, соответственно, сохранится на относительно низком уровне.</p>
Долговая нагрузка по итогам 2006 г. выглядела весьма агрессивно	<p>Активное расширение сети в 2006 году потребовало от компании значительного увеличения финансового долга: с 3.3 млрд руб. на начало до 6.4 млрд руб. – на конец года. На фоне снижения рентабельности, долговая нагрузка компании заметно выросла и составила около 6.3x Долг/EBITDA, что представляется нам весьма агрессивным показателем.</p>
По результатам IPO основную часть средств получила не компания, а ее акционеры	<p>В мае 2007 г. Дикси провела IPO на РТС, по итогам которого рыночная капитализация компании составила около \$750 млн. По результатам IPO основную часть средств получили private-equity инвесторы, уменьшившие свою долю в капитале компании, сама Дикси в ходе доэмиссии привлекла около \$140 млн, при общем объеме размещения в \$360 млн. Негативным последствием IPO для кредитного качества мы считаем тот факт, что интересы акционеров теперь будут заключаться в росте капитализации бизнеса и продолжения экспансии за счет долговых источников.</p>
Мы ожидаем, что Дикси и дальше будет наращивать долги	<p>В настоящий момент у Дикси есть 2 возможных сценария развития:</p> <ul style="list-style-type: none"> • снижение инвестиционной активности, замедление роста продаж, повышение рентабельности и уменьшение долговой нагрузки; • продолжение активной инвестиционной политики, увеличение долга, сохранение высокой долговой нагрузки. <p>Поскольку второй сценарий является предпочтительным с точки зрения капитализации компании, то мы полагаем, что в итоге компания выберет именно его.</p>
Прогноз долговой нагрузки: 4-6x Долг/EBITDA по итогам 2007 года	<p>Хотя официально инвестиционные планы компании на 2007-2008 г. не раскрыты, мы ожидаем, что они превысят полученную в ходе IPO сумму и денежные потоки компании. Соответственно, по нашим прогнозам, в течение 2007-2008 г. компания продолжит наращивать долг. Уровень долговой нагрузки при этом будет зависеть от способности повысить рентабельность. Мы полагаем, что по итогам 2007 г. долговая нагрузка Дикси будет находиться в пределах 4.0-5.0x Долг/EBITDA.</p>
«Справедливый» спрэд Дикси: 450-500 б.п. к ОФЗ	<p>После появления новостей об агрессивном наращивании долга летом 2006 г. облигации Дикси существенно потеряли в цене (суммарное падение цены составило около 6 п.п), а их спрэды расширились почти на 150 б.п. Текущие спрэды бумаг Дикси составляют около 500 б.п., что представляется нам адекватной оценкой кредитного качества компании. Однако в связи с отсутствием данных о финансовой стратегии и ожидаемым сохранением высокой долговой нагрузки, мы не считаем бумаги Дикси привлекательными для покупки в настоящий момент.</p>

Копейка

Мы считаем, что рынок переоценивает значимость поддержки от Уралсиба для кредитного качества Копейки

Копейка, как и большинство «догоняющих» ритейлеров, характеризуется высокой долговой нагрузкой. Именно этот фактор, на наш взгляд, является определяющим для кредитного качества компании. В качестве еще одного негативного аспекта мы выделяем наметившееся снижение финансовой прозрачности: существенные задержки в публикации финансовой отчетности. По нашему мнению, рынок переоценивает значимость возможной финансовой поддержки со стороны Уралсиба для кредитного качества Копейки, а невысокого кредитного рейтинга (S&P: «B-») недостаточно для обоснования текущих цен облигаций компании.

Формат – дискаунтер, регион - Москва

Копейка – сеть относительно небольших по формату дискаунтеров. Помимо традиционного формата, компания также развивает т.н. «супер-дискаунтеры» - магазины с площадью более 4 тыс. кв. м., однако их доля в структуре выручки пока невысока. Основным регионом для компании остается Москва, где было расположено около 50% магазинов по состоянию на 30.09.2006, однако компания планирует активно расширять присутствие в регионах.

Потенциал роста валовой маржи, на наш взгляд, уже исчерпан

Работа в формате дискаунтера определяет относительно невысокую торговую наценку в магазинах Копейки: валовая маржа компании по итогам 9М2006 составила около 21.6%, что сопоставимо с результатами Виктории и Дикси. Поскольку у Копейки уже есть весьма разветвленная логистическая инфраструктура (4 РЦ в Московском регионе, собственный транспорт), мы полагаем, что возможности для роста валовой маржи за счет скидок за централизованные закупки практически исчерпаны.

После отказа от IPO Копейка перешла в 100% собственность ФК Уралсиб

В 2006 г. компания планировала провести IPO, но в итоге отказалась от этого шага. Вместо этого, в 2007 г. ФК Уралсиб, которая ранее владела 50% пакетом акций компании, выкупила у менеджеров-основателей их долю и стала единоличным владельцем сети. Точные планы Уралсиба относительно судьбы компании пока неизвестны, мы предполагаем, что новый акционер рассчитывает в течение ближайших лет существенно увеличить стоимость Копейки, чтобы потом продать ее на IPO или профильному инвестору. Соответственно, мы предполагаем, что новый акционер будет диктовать компании стратегию динамичного роста бизнеса.

Ожидаем, что новый акционер будет подталкивать компанию к максимально динамичному росту

В 2006 г. Копейка существенно увеличила сеть и нарастила выручку...

Действительно, в прошлом году Копейка развивалась весьма динамично:

- количество магазинов сети увеличилось в 2.5 раза, торговая площадь – более чем в 2.2 раза;
- выручка компании выросла на 70% в долларовом выражении.

... но такие результаты были достигнуты ценой существенного падения рентабельности

Однако оборотной стороной такого роста стало снижение рентабельности: по итогам 9М2006 маржа EBITDA компании снизилась до 4.1% с 6.1% по итогам 2005 года. Мы связываем этот негативный результат со следующими причинами:

- значительная часть магазинов пока не вышла на стадию «зрелости», т.е., операционные расходы пока не окупаются;
- «инфляция арендных ставок» из-за высокой доли арендованных магазинов (более 75% на конец 2006 г.).

Финансовые результаты Копейки (млн USD)

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2004	366	19.9%	26	7.2%	51	1.9	13.8
2005	575	20.9%	35	6.1%	112	3.3	4.0
9М2006	669	21.6%	27	4.1%	244	8.7	2.2

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Главным достижением Копейки по итогам 9М2006 стал существенный рост выручки: почти на 80% по сравнению с результатом за 9М2005. Основным фактором, определившим такую динамику, стало более чем двукратное расширение торговой сети. Очевидно, что и рост выручки, и расширение сети являются позитивными событиями с точки зрения развития бизнеса компании. Однако существенное ослабление финансовых показателей Копейки – снижение рентабельности и рост долговой нагрузки — в значительной мере портит приятное впечатление от высоких темпов роста выручки.

Главная негативная примета 2006 г. – рост долговой нагрузки: более 7х на конец года

С точки зрения кредитного качества, главным негативным событием 2006 года, безусловно, станет рост долговой нагрузки с 3.2х Долг/ЕБИТДА по состоянию на начало года до более чем 7х на конец 2006 года по нашим оценкам. Этот рост связан как с увеличением размера долга (с \$113 млн на начало 2006 г. до \$306 млн на конец года), так и с существенным снижением рентабельности. По итогам 9М2006 на уплату процентов ушло более 80% от операционного денежного потока Копейки, т.е. процентная нагрузка также находится на грани допустимых значений.

В 2007 г. компания не планирует существенно увеличивать долг

В 2007 году компания не планирует существенно увеличивать размер долга. Вместо этого Копейка, по данным организатора займа, рассчитывает использовать механизм секьюритизации объектов недвижимости и привлечь порядка \$150-200 млн на дальнейшее развитие сети. Пока нет точных данных о том, каким образом компания собирается осуществить этот план. Самым простым механизмом может стать «sale-leaseback», который подразумевает продажу недвижимости (например, специализированному фонду) и последующее заключение договора на ее аренду.

Финансовая прозрачность после отказа от IPO также существенно снизилась

Помимо падения рентабельности и роста долговой нагрузки, в качестве существенного негативного момента мы выделяем снижение финансовой и операционной прозрачности компании. К концу 1п/г2007 Копейка так и не сообщила инвесторам даже предварительных данных о финансовых результатах за 2006 г., публикация аудированной отчетности по МСФО также пока задерживается. Отказ от проведения IPO и переход под контроль одного акционера привел к тому, что компания стала уделять существенно меньше внимания работе с участниками рынка. В результате инвесторы в настоящий момент располагают данными о финансовом состоянии компании с давностью 3 квартала.

Мы не склонны переоценивать значимость поддержки от Уралсиба для кредитного качества Копейки

Доходности облигаций Копейки формируются в основном на основании фактора поддержки акционеров. Действительно, стоимость бизнеса компании существенно превышает ее долги, поэтому есть основания ожидать, что ФК «Уралсиб» не допустит дефолтного сценария развития событий. Однако пока мы не наблюдали фактов прямой поддержки со стороны акционеров, которая могла бы выражаться, например, в покупке доэмиссии акций Копейки Уралсибом: компания продолжает развиваться на заемные средства.

Текущие доходности Копейки представляются нам существенно заниженными

Текущие спреды бумаг Копейки составляют 350-370 б.п. к ОФЗ, а исходя из финансовых результатов компании справедливым уровнем нам представляется 450-500 б.п. к ОФЗ. Мы не считаем участие Уралсиба в качестве private equity инвестора в капитале Копейки достаточной причиной для того, чтобы облигации компании торговались со столь значительной премией к «справедливому» уровню. В связи с этим облигации Копейки по текущим ценовым уровням представляются нам непривлекательными.

Марта

Риск Марты имеет мало общего с продуктовой розницей по своей сути

Марта представляет собой одну из самых ярких историй падения цен на рынке рублевого долга: доходности облигаций компании давно и прочно закрепились в области «от 15% и выше» и даже IPO девелоперского подразделения RTM не повлияло на эту ситуацию. Высокая доходность облигаций Марты в целом представляется нам вполне обоснованной: кредитный риск компании имеет не очень много общего с ритейлом в традиционном понимании. Еще одной причиной высоких доходностей по бумагам Марты является крайне агрессивная долговая политика холдинга: несмотря на очень высокие показатели долговой нагрузки, структуры Марты продолжают привлекать новые долги.

Марта – средний по масштабам инвестиционный холдинг, который включает следующие основные бизнес-направления:

- розничная торговля продуктами питания, косметикой, бытовой техникой;
- девелоперский бизнес;
- производство и торговля упаковочными и отделочными материалами.

Марта действует как инвестиционный фонд, профиль риска гораздо ближе к девелоперскому бизнесу

Несмотря на то, что крупнейшие активы Марты сосредоточены именно в продуктовом ритейле, компания действует не как центр консолидации торгового бизнеса, а как инвестиционный фонд. Т.е. ее деятельность в большей степени сводится к покупке и перепродаже торговых сетей и недвижимости, чем к созданию единого крупного торгового оператора. Мы считаем, что риск Марты нельзя приравнивать к рискам розничных сетей, т.к. компания может в любой момент продать тот или иной актив. По нашему мнению, профиль кредитного риска Марты существенно ближе к инвестиционному фонду или девелоперу.

В рамках ритейлового направления бизнеса Марты крупнейшим по масштабу проектом является продуктовая сеть Гроссмарт. Детальных данных о характеристиках этой сети (формат, финансовые результаты, доля собственной недвижимости) в публичных источниках мы не обнаружили. В материалах Марты содержатся данные о том, что на конец 2006 г. торговая площадь сети составила около 43 тыс. кв. м. (135 магазинов). Поскольку значительная часть сети была сформирована за счет покупки сети «ПИ» (Владимирская обл.) и разрозненных магазинов, мы полагаем, что рентабельность сети относительно невысока.

Еще один актив Марты, имеющий отношение к продуктовому ритейлу, - недвижимость сети «Villa», которая на 75% принадлежит одному из крупнейших европейских ритейлеров – REWE Group. Однако этот актив лишь весьма условно можно относить к собственности Марты: 75% доля Марты в держателе недвижимости передана в девелоперское подразделение RTM, в котором компании после IPO принадлежит доля около 40%. Соответственно, в настоящий момент эту недвижимость стоит рассматривать как финансовые инвестиции холдинга Марта.

Финансовая прозрачность компании очень невысока

Мы оцениваем финансовую прозрачность Марты как относительно низкую. Несмотря на регулярную публикацию управленческих финансовых результатов, компания уже давно не раскрывала консолидированную аудированную отчетность по МСФО, по которой можно было достоверно оценить ее финансовые результаты.

Формирование инвестиционного портфеля – в основном за счет долговых источников

Еще одна особенность Марты, которая, по нашему мнению, оказывает негативное влияние на кредитный профиль холдинга, – политика формирования инвестиционного портфеля преимущественно за счет долговых источников. Основная часть собственных средств в пассиве баланса Марты, насколько мы понимаем, сформирована за счет положительных финансовых результатов от переоценки недвижимости.

Долговая нагрузка – очень высокая

В связи с отсутствием аудированных результатов, мы не можем оценить реальный уровень долговой нагрузки компании: при расчете различными методами показатель Долг/ЕБИТДА Марты составляет 7-11х. Т.е. очевидно, что реальная долговая нагрузка компании является весьма агрессивной. Несмотря на такую ситуацию, некоторые структуры, близкие к Марте продолжают активно наращивать долг. В целом, такую финансовую политику компании вряд ли можно назвать сбалансированной, особенно с учетом того, что значительная часть объектов недвижимости, судя по всему, находится в залоге.

Длительное отсутствие позитивных новостей на фоне постоянного роста долговой нагрузки не могло не сказаться на котировках бумаг Марты: в конце 2006-начале 2007 года цены облигаций компании существенно снизились. В результате доходности этих бумаг доходили до 15-20% и выше. После получения новостей о том, что компания нашла ресурсы для финансирования оферты, котировки бумаг несколько выросли. Однако мы считаем, что оснований для пересмотра отношения к кредитному риску Марты пока нет: по нашему мнению, проблема рефинансирования банковского долга и облигаций будет оставаться весьма актуальной для компании в течение длительного времени.

Мы не даем оценок «справедливого» спреда Марты, но считаем профиль компании очень агрессивным

Мы сознательно не приводим оценок «справедливой» доходности облигаций Марты, т.к. у нас нет достоверных данных, для того чтобы оценить финансовое состояние компании, и мы не можем спрогнозировать ее политику по уменьшению долговой нагрузки. Поэтому мы считаем, что облигации Марты в течение длительного времени будут пользоваться спросом только со стороны инвесторов с очень высоким аппетитом к риску.

Матрица

Матрица – очень небольшая по масштабам бизнеса региональная компания, которая сочетает оптовую, розничную торговлю, девелоперский бизнес. В качестве основных рисков компании на данной стадии развития мы выделяем практически полную концентрацию бизнеса компании в одном регионе и сложную структуру. В итоге кредитная база облигационного займа компании является достаточно слабой, а оценить реальные финансовые результаты розничной сети остается весьма сложной задачей.

Матрица – сеть одного региона (Башкирия)

Основной регион присутствия компании – Башкирия – традиционно достаточно закрытый для федеральных сетей рынок, защищенный значительными административными барьерами. В настоящий момент Матрица является лидером республиканского рынка и, судя по заявлениям менеджмента, планирует оставаться преимущественно локальным игроком. При этом даже в масштабах региона выручка розничной сети Матрицы очень невелика: всего около \$130 млн за 2006 г.

Важный риск – ожидаемая конкуренция с федеральными сетями

Один из основных бизнес-рисков для Матрицы мы видим именно в ожидаемом скором выходе на башкирский рынок крупных федеральных сетей. По нашему мнению, финансовые результаты региональных игроков могут существенно пострадать из-за конкуренции с более крупными ритейлерами, которые имеют возможность получать более комфортные закупочные условия от поставщиков.

Финансовый риск: активное перераспределение прибыли и низкая прозрачность

Еще один существенный риск облигаций Матрицы: перераспределение прибыли внутри группы в пользу компаний-держателей недвижимости, которые не являются поручителями по облигационному займу. Мы отмечаем существенный прогресс компании в вопросе повышения прозрачности: она ежеквартально публикует консолидированную отчетность, подготовленную менеджментом. Однако отсутствие аудиторского заключения не позволяет сделать выводов о достоверности этой отчетности. Аудит отчетности Матрицы будет доступен только за 2007 год.

Еще один риск, который мы связываем с облигациями Матрицы – агрессивная налоговая политика. По данным консолидированной отчетности, ставка налога на прибыль составляет 1-3%, что само по себе говорит о достаточно низкой финансовой прозрачности.

Рентабельность – вполне нормальная, а вот долговая нагрузка достаточно высока

Показатели рентабельности розничной сети Матрицы по управленческой отчетности выглядят вполне достойно: валовая маржа превышает 25%, а рентабельность по EBITDA составляет около 10%. Однако долговая нагрузка достаточно высока: около 6х Долг/EBITDA, что представляется нам излишне агрессивным уровнем для данной компании. Несмотря на то, что Матрица владеет значительными складскими и торговыми площадями, наличие собственной недвижимости мы не рассматриваем в качестве фактора комфорта, т.к. в структуре займа отсутствуют поручительства от компаний-балансодержателей.

Мы не считаем бумаги Матрицы привлекательными для покупки, несмотря на их высокую доходность

Мы умеренно-негативно оцениваем кредитный профиль Матрицы и пока не видим причин для сужения спреда облигаций компании. Наша оценка «справедливого» спреда Матрицы: 650-700 б.п. к ОФЗ в целом соответствует текущим ценам облигаций компании.

Судя по объемам торгов, в ходе исполнения оферты в июне 2007 г. компания выкупила более 50% от общего объема займа. В апреле был зарегистрирован новый выпуск облигаций компании, который, как мы полагаем, будет достаточно скоро предложен рынку. По нашему мнению, бумаги Матрицы пока остаются привлекательными в основном для инвесторов с очень высоким аппетитом к риску, при этом мы не видим фундаментальных оснований для скорого пересмотра отношения к кредитному профилю компании.

Приложение: финансовые показатели компаний

Компания / Год	Revenue	Gross margin	ЕБИТДА	ЕБИТДА Margin	Долг	Долг/ЕБИТДА	ЕБИТДА/ проценты
Х5							
2005	2374	25.4%	231	9.7%	197	0.9	8.1
2006	3552	27.9%	360	10.1%	1167	3.2	5.9
1Q2007	1106	27.3%	107	9.7%	н/д		
Магнит							
2005	1578	16.8%	79	5.0%	163	2.1	6.1
2006	2505	18.3%	123	4.9%	257	2.1	8.5
1Q2007	781	18.8%	36	4.6%	н/д		
Дикси							
2005	709	19.3%	38	5.4%	64	1.7	5.3
2006	1009	20.8%	37	3.7%	250	6.5	2.0
7К							
2005	712	32.2%	75	10.5%	92	1.3	44.9
2006	957	31.1%	105	10.9%	51	0.5	19.0
1Q2007	289	30.9%	22	7.8%	н/д		
Копейка							
2005	575	20.9%	35	6.1%	112	3.3	4.0
9M2006	669	21.6%	27	4.1%	244	8.7	2.2
Виктория							
2005	560	20.5%	35	6.2%	47	1.4	17.9
2006	798	21.0%	41	5.2%	138	3.2	10.1
1Q2007	256	21.5%	13	5.2%	145		
Холидей							
2005	170	19.0%	11	6.3%	41	3.9	2.4
2006	372	20.0%	23	6.1%	133	5.7	2.3
1Q2007	110	19.9%	6	5.1%	92		
Карусель							
2005	84	21.6%	8	9.3%	49	6.3	34.8
2006	361	23.7%	29	8.1%	232	7.9	3.3
Патэрсон							
2005	250	28.1%	26	10.4%	65	2.6	3.7
2006	323	29.3%	19	6.0%	93	4.8	н/д
Мосмарт							
2006	234	23.0%	19	8.0%	92	4.7	2.2
1Q2007	60	15.8%	-5	-8.2%	н/д		
Матрица							
2005	111	27.9%	13	11.9%	76	5.9	3.3
2006	170	24.9%	18	10.7%	108	5.7	3.1
1Q2007	54	25.8%	5	9.9%	110		
Азбука вкуса							
2005	88	38.9%	11	12.6%	15	1.4	6.0
2006	148	40.3%	16	11.1%	60	3.6	4.2

 ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

 Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
-----------------	----------------------	-------------------

 Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию специальный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.