

Облигации КОРА

Объем эмиссии:	1 000 000 000
Дата погашения:	14.07.2009
Оферта:	15.01.08 по цене 100.00
Периодичность процентных платежей	Ежеквартально
Ставка купонного дохода	С 1 по 6 купоны - 12%; С 7 по 12 устанавливается эмитентом
Организаторы	Организатор - ИФК Алемар. Ведущий Со-организатор - Банк Москвы Со-организаторы Номос-банк, Промыленно-строительный банк

- «Кора», являясь ведущей сибирской розничной сетью, остается вне поля зрения инвесторов в Москве. Однако компания готова платить за неизвестную в столице марку: доходность к погашению облигаций является одной самых высоких в ритейловом сегменте - 12.21%, при среднем уровне доходности в сегменте 10.75% годовых.
- Темпы роста выручки и активов Компании сопоставимы с показателями схожих по масштабам торговых сетей, раскрученных в Центральной России. По вырученным с одного квадратного метра торговой площади средствам розничная сеть «Кора» является одной из лучших компаний на рынке: в 2005 году показатель выручки с квадратного метра составил 6,6 тыс. долл.
- Принимая во внимание меры, осуществляемые компанией по оптимизации структуры холдинга и повышению ее прозрачности, начиная с 2007 г. консолидированные финансовые результаты Группы могут заметно улучшиться.
- Мы ожидаем, что в течение полугода спред по доходности облигаций УК «КОРА» к кривой облигаций Москвы сузится на 100 б.п., однако, в виду нераскрученности брэнда, облигации будут торговаться с премией в 50 б.п. по отношению к средней доходности в секторе.

Что такое УК «Кора»?

Крупнейшая розничная сеть в Кемеровской области

ОАО «УК «Кора» является управляющей компанией крупнейшей в Кемеровской области розничной сети. УК «Кора» владеет 100% капитала компаний, входящих в группу. Системообразующей компанией группы является ООО «Кора-ТК» – розничный оператор, помимо которого в ее состав входят также производственные и девелоперские компании, обеспечивающие деятельность розничного оператора.

Доля «Коры» на рынке продуктовой розницы в Кемерово составляет 12.5%, а на рынке Кемеровской области - 5%. Прогнозируется, что по итогам 2006 года присутствие сети в указанных регионах вырастет до 15% и 8% соответственно.

В настоящий момент розничная сеть «Кора» включает в себя 24 магазина, общая торговая площадь которых составляет более 25 тыс. кв. м. В силу региональной специфики – нехватки пригодных торговых площадей – «Кора» сама занимается их строительством, что обуславливает высокую долю (86%) торговых площадей, находящихся в собственности.

Топ-50 российских ритейлеров

Выручка розничной сети «Кора» в 2005 г. выросла на 52% до 3.6 млрд. руб., активы группы удвоились и составили 1.44 млрд. руб., что позволило холдингу войти в Топ-200 наиболее крупных и динамичных компаний розничной торговли, подготовленный Национальной торговой ассоциацией, заняв в нем 47 место, сразу после московской сети «12 месяцев».

По показателям выручки на 1 кв. м. торговых площадей, компания существенно опережает своих конкурентов. В 2005 г. выручка с 1 кв. м. торговой площади сети «Кора» составила 6.6 тыс. долл., тогда как среднее значение у схожих по масштабам компаний – около 5 тыс. долл.

Межрегиональный розничный оператор

География деятельности сети помимо Кемеровской области охватывает г. Новосибирск и Новосибирскую обл., а в перспективе до 2008 г. планируется расширение деятельности в Томской области и Алтайском крае.

География экспансии сети «Кора»



Источник: данные компании,
Рисунок: www.AsiaData.ru

Почему облигации «Кора»?

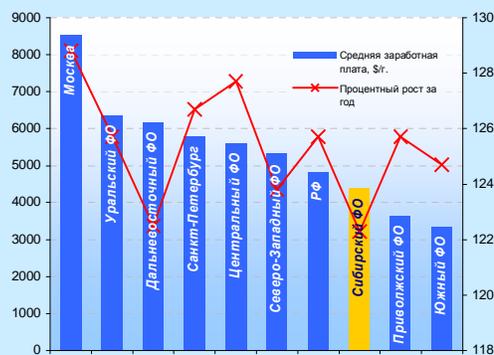
Темпы роста сегмента розничной торговли в России превышают 10%

Темпы роста оборота розничной торговли в России, Москве и СФО



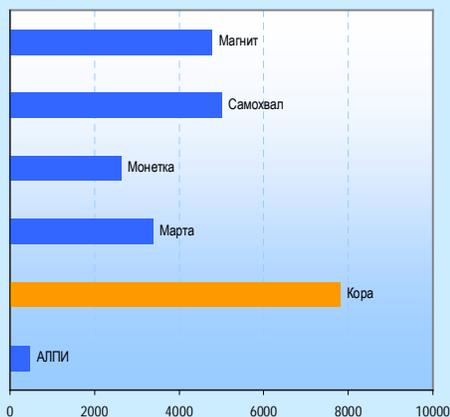
Источник: Росстат

Динамика реальной з/п в разбивке по регионам



Источник: Росстат

Прогноз годовой выручки на кв.м. торговой площади на 2006 г., долл.



Источник: Данные компаний

Розничный сегмент торговли продолжает расти, поддерживаемый растущими доходами россиян. Согласно статистике, по итогам 9 месяцев 2006 г. их доходы выросли на 11%.

В современном российском обществе, при увеличивающихся объемах спроса и потребления, розничной торговле созданы блестящие перспективы для дальнейшего роста. Оборот ведущих продуктовых ритейлеров в 2005 году возрос на 50%, и, судя по данным 2006 г., многие из них смогут повторить прошлогодний успех. Рентабельность в секторе также останется одной из самых высоких и в ближайшие годы удержится выше 10%.

В то время как рынок центральных регионов начинает входить в стадию насыщения (Москва, Московская область, продуктовая розница Центра и Юга России, Поволжья), сибирский регион имеет существенный запас. В течение двух – трех лет торговые сети могут обеспечить себе высокие темпы роста. Согласно данным, выручка сети «Кора» в 2005 г. составила 3.6 млрд. руб., в 2006 г. ожидается рост до 5.2 млрд. руб. (рост на 45%).

С учетом ввода новых торговых площадей в 2007 г., ожидается рост выручки на 50%, однако к 2008 году, по мере насыщения рынка, темпы ее роста снизятся до 35%.

Розничный рынок насыщается, будущее за Сибирью

Сибирский федеральный округ (СФО) долгое время оставался в тени: крупные ритейлеры преимущественно осуществляли региональную экспансию за счет более состоятельных в финансовом плане регионов Центра и Юга России, а также Поволжья. По мере насыщения рынка, экспансия стала обходиться ритейлерам дороже: в отрасли наметилась тенденция к консолидации, при том что поглощения стали заметно менее выгодны.

Главной проблемой для сибирского региона остается катастрофическая нехватка торговых площадей. Благодаря росту покупательской способности населения строительство коммерческой недвижимости получило толчок к развитию.

Возведение новых торговых помещений является для сети «Кора» ключевым фактором, определяющим рост ее оборота и обеспечивающим компании менее дорогостоящие возможности для расширения (по сравнению с конкурентами в Центральной России).

Управленческая отчетность ставит сеть «Кора» в один ряд с лидерами

В настоящий момент «Кора» не ведет консолидированной отчетности по РСБУ, а предоставляет лишь разрозненную отчетность входящих в ее состав компаний. Таким образом, оценить реальные денежные потоки Компании пока можно только исходя из данных управленческой отчетности.

По данным консолидированной управленческой отчетности, выручка группы компаний «Кора» по итогам 2005 года составила 3.6 млрд. руб. В 2006 году по итогам 9 месяцев Компании удалось превысить прошлогодний результат: объем выручки выйдет наравне с прогнозом, заявленном в инвестиционном меморандуме облигаций Кора, 5.267 млрд. руб.

На основе предоставленных Компанией данных управленческой отчетности чистая прибыль группы в 2005 году возросла до 213 млн. руб. с 100 млн. руб., а согласно прогнозам на 2006 г., можно ожидать показателя на уровне 271 млн. руб.

ЕБИТДА в 2005 году удвоилась и составила 323 млн. руб. Ожидается, что в 2006 году показатель вырастет до 495 млн. руб.

Вследствие опережающего роста чистой прибыли над выручкой по итогам 2005 г. норма прибыли компании увеличилась на 1.7% до 6%. Показатель нормы ЕБИТДА вырос в прошлом году на 2.6% до 9%.

В 2006 г. норма прибыли Компании снизится до 5.1% в связи с затратами на строительство новых торговых площадей, а также с их вводом в эксплуатацию. Норма ЕБИТДА прогнозируется на уровне 9.4%.

Уровень долговой нагрузки

В 2006 году УК «Кора» разместила облигационный заем на сумму 1 млрд. руб. по номиналу. Долговая нагрузка Компании выросла до 1800 млн. руб. (по сравнению с 609 млн. руб. в 2005 г.), как следствие, показатель долг/активы вырос с 0.42x до 0.52x. Показатели долг/выручка и долг/ЕВITDA увеличились с 0.17x до 0.34x и с 1.86x до 3.64x соответственно, однако остались ниже среднерыночных показателей.

Исходя из сравнения выборочных показателей из консолидированной управленческой отчетности Компании (приведенных к году) с аналогичными показателями других, близких к ней по масштабу продуктовых ритейлеров, «Кора» является одной из лучших компаний в данном сегменте рынка.

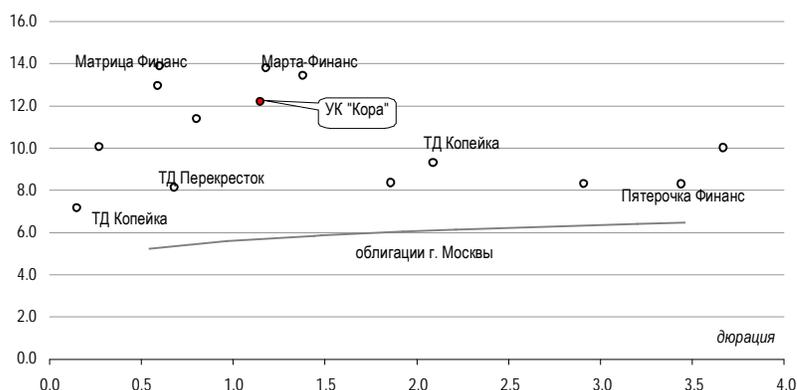
Отдельные финансовые показатели розничных компаний за 1-е полугодие 2006 г., приведенные к годовому эквиваленту, млн. руб.

Компания	Выручка,	ЕВITDA,	Опера- ция прибыль,	Валовая ренд-ть	Рентаб ЕВITDA	Опера рентаб	Долг	Долг/ ЕВITDA	ЕВITDA/ % платежей
<i>Небольшие ритейлеры</i>									
Азб.Вкуса	2,444	106	102	0.17	0.04	0.04	553	5.20	1.80
АЛПИ	5,053	542	280	0.20	0.11	0.06	3,686	6.80	1.20
Кора*	5,267	495	271	0.11	0.09	0.05	1,800	3.64	1.20
Марта	2,927	124	99	0.02	0.03	0.03	2,254	18.20	0.40
Монетка	3,203	137	137	0.19	0.04	0.04	893	6.50	1.30
Самохвал**	6,766	304	188	0.10	0.05	0.03	1,293	4.30	1.80
<i>Справочно: Лидеры</i>									
Магнит	57,781	2,364	1,960	0.18	0.04	0.03	2,020	0.85	0.08

* Управленческая отчетность, Источник: данные компаний, ИФК «Алемар»

** Оценка ИК «Атон»

Кривая доходности в секторе продовольственных ритейлеров



Источник: ММВБ, расчеты ИФК «Алемар»

«Пожка дегтя»... но компания согласна за это заплатить

УК «Кора» не предоставляет консолидированную отчетность, а из отчета по прибылям и убыткам основной компании группы, розничного оператора «Кора-ТК», следует, что группа неэффективно управляет своими издержками. Виною тому является перекрестное субсидирование внутри группы, в том числе существенные затраты на развитие (строительство), которые оседают на балансах дочерних компаний УК «Кора».

Между тем, за 9 месяцев 2006 года активы Кора-ТК выросли в два раза – до 3.4 млрд. руб., а выручка составила 2.75 млрд. руб. (1.99 млрд. руб. за аналогичный период 2005 г.). Согласно данным РСБУ, операционный поток Кора-ТК отрицательный, что никак не соответствует той здоровой динамике роста, которую показывает компания.

Отсутствие консолидированной отчетности обуславливает текущую премию облигаций УК «Кора» к рынку. В настоящий момент компания оптимизирует свою структуру, как для улучшения прозрачности бизнеса, так и для повышения эффективности своей деятельности. По нашей оценке, первые результаты будут видны к середине 2007 г., после чего оценка облигаций «Кора» должна быть произведена наравне с рынком.



Аналитический отдел ИФК «Алемар» Василий Конузин

тел. (495) 411-66-55

За более подробной информацией и по возникшим вопросам просим обращаться по электронной почте:

research@alemar.ru

При подготовке обзора использована информация агентств «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».