

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Сетевая розница – чем торгуем?

В настоящем отчете мы провели анализ 22 операторов сетевой розницы, разместивших долговые обязательства на публичном рынке. Исходя из финансового состояния эмитентов на основе данных последней отчетности и динамики, продемонстрированной за имеющиеся исторические периоды, а также собственных прогнозов компаний на текущий год, мы оценивали присущие компаниям финансовые риски, имеющие приоритетное значение для кредиторов. Мы также учитывали фактор наличия аудированной консолидированной отчетности по международным стандартам, позволяющей лучше отследить реальные генерируемые денежные потоки, и фактор потенциальных структурных рисков. Кроме того, мы обращали внимание на бизнес-модель компании, для того чтобы понять, насколько эффективно компания управляет активами и капиталом. Специфические отраслевые и экономические риски рассматривались нами с точки зрения перспектив дальнейшей деятельности эмитентов.

Принимая во внимание все вышеизложенные факторы, мы обнаружили некоторые несоответствия текущих доходностей облигаций ряда компаний их справедливому, с нашей точки зрения, уровню. При текущих уровнях доходности мы видим потенциал **сужения спредов** к ОФЗ по облигациям **Магнита**. Кроме этого, в среднесрочной перспективе мы не исключаем возможности **сужения спреда** облигаций **АЛПИ**, **сети Аптек 36.6**, **Топ-Книги** и **Виктории** при реализации определенных условий для каждой компании в отдельности. И последнее, мы считаем уровни доходности, при которых торгуются облигации **Монетки**, **Арбат-Престижа** и **Евросети** заниженными, учитывая риски, присущие этим эмитентам, и видим **потенциал расширения спреда к ОФЗ и роста доходности**. В отношении доходности облигаций оставшихся компаний мы считаем их текущие уровни справедливыми.

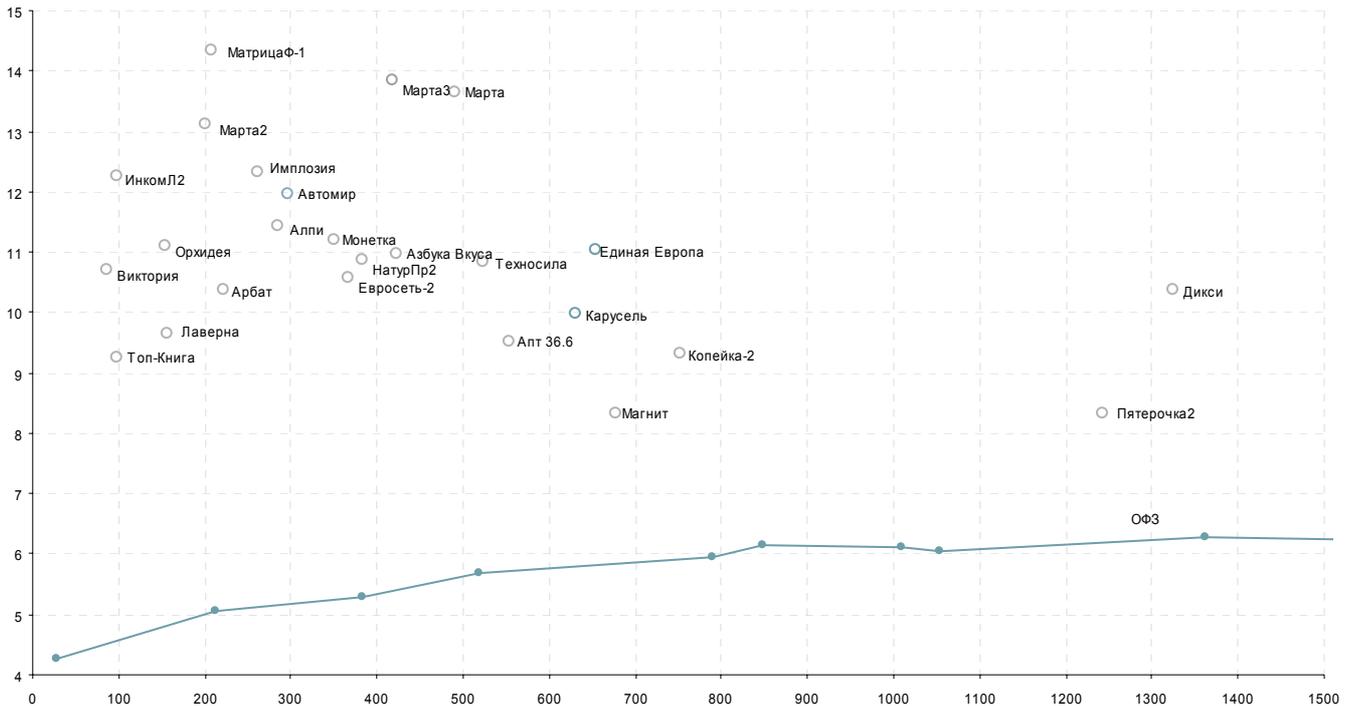
Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru
(495) 937 0737 доб. 2331

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru
(495) 937 0737 доб. 2146

www.zenit.ru

Облигации	Размер займа, млн. руб.	Дюрация, дней	Средняя доходность за последний месяц	Средний спред за последний месяц	Потенциал изменения спреда, б.п.	Справедливый спред, б.п.
Пятерочка-2	3 000	1241.91	8.30%	200	-	200 - 210
Магнит	2 000	678.68	8.36%	250	50 / 40 б.п. ↓	200 - 210
Копейка-2	4 000	751.47	9.28%	320	-	310 - 330
Дикси	3 000	1325.20	10.03%	380	-	360 - 390
Виктория	1 500	86.0	9.71%	520	↓ (среднеср.)	360 - 380
Карусель	3 000	631.92	9.98%	410	-	400 - 420
АЛПИ	1 500	284.54	11.40%	620	↓ (среднеср.)	580 - 600
Монета	1 000	349.77	11.12%	570	30 / 50 б.п. ↑	600 - 620
Матрица	1 200	207.4	14.06%	890	-	880 - 910
Марта-3	2 000	417.35	13.74%	840	-	820 - 850
Азбука Вкуса	1 000	442.44	10.90%	550	-	530 - 560
Аптека 36,6	3 000	553.16	10.10%	450	↓ (среднеср.)	390 - 410
Натурпродукт-2	1 000	383.73	10.86%	550	-	530 - 560
Арбат Престиж	1 500	222.96	10.62%	550	20 / 50 б.п. ↑	570 - 600
Единая Европа	1 200	655.31	11.03%	520	-	500 - 520
Дикая Орхидея	1 000	153.51	10.67%	550	-	600 - 620
Гаверна	1 000	156.0	9.94%	470	-	500 - 520
Топ-Книга	700	98.0	9.90%	540	↓ (среднеср.)	490 - 500
Ином-Авто-2	1 400	98.41	12.24%	770	-	750 - 790
Автомир	1 000	296.0	11.91%	670	-	650 - 670
Техносила	2 000	522.46	10.67%	500	-	490 - 520
Евросеть-2	3 000	365.87	10.35%	500	30 / 50 б.п. ↑	530 - 550

Кривая доходности



Кредитные выводы и рекомендации

Пятерочка - уровень, на котором торгуется более ликвидный второй выпуск, на наш взгляд, соответствует достаточно оптимистичным оценкам кредитного качества компании. Мы полагаем, что обнародованные в сентябре данные за первое полугодие текущего года, достаточно близкие ранее озвученным прогнозам, были полностью учтены в ценах бумаг, и поэтому не повлекли каких-либо существенных изменений в доходности. Таким образом, с нашей точки зрения, потенциал сужения спреда к ОФЗ фактически исчерпан. Средняя доходность, с которой торговались облигации Пятерочки в течение последнего месяца составила 8.3% к погашению в 2010 г., что представляет спред в **200 б. п.** к ОФЗ, который, с нашей точки зрения, является справедливым и адекватно отражает кредитное качество компании.

Магнит – принимая во внимание сопоставимый масштаб бизнеса Пятерочки и Магнита, разнонаправленную динамику эффективности компаний (рентабельность Пятерочки в первом полугодии снизилась относительно аналогичного периода прошлого года, а у Магнита, напротив, выросла), а также значительно более привлекательное кредитное качество Магнита в виду чрезвычайно низкой долговой нагрузки, мы полагаем, что облигации Магнита торгуются на завышенном уровне по доходности к Пятерочке и видим потенциал **сужения спреда к ОФЗ на 30-50 б.п.** В среднем доходность облигаций Магнита за последний месяц составила 8.36% к погашению в 2008 г. при спреде в 250 б.п. На наш взгляд бумаги Магнита с учетом более короткой дюрации должны торговаться со спредом в 200 – 210 б.п. к ОФЗ.

Копейка – исходя из невпечатляющей динамики финансовых показателей, рост инвестиционных потребностей на региональную экспансию, вероятно, приведет к увеличению долговой нагрузки. Учитывая также последнюю новость касательно переноса IPO на 2008 г., мы не ожидаем снижения доходности по облигациям второго выпуска. Следует отметить, что перспектива скорого IPO фактически была ключевым фактором, позволявшим рассчитывать на сужение спредов. Отсрочка IPO предполагает, что, во-первых, компания в ближайшие полтора-два года в качестве внешних источников будет использовать исключительно долговое финансирование, а следовательно может возрасти стоимость обслуживания долга, а во-вторых, финансовая прозрачность компании не повысится, и ожидать отчетности по международным стандартам на ежеквартальной основе в ближайшее время не следует. Таким образом, среднемесячный спред к ОФЗ в **320 б.п.**, является справедливым и отражает риски, присущие компании.

Дикси – выглядит не очень привлекательно, как с точки зрения своевременности предоставления отчетности, так и с точки зрения финансового состояния. Положительный фактор масштаба бизнеса (по выручке эмитент входит в четверку крупнейших ритейлеров) полностью нивелируется самой низкой рентабельностью и значительным ростом долгового бремени. Не следует также упускать из вида высокой зависимости от рынка Москвы и Санкт-Петербурга, и не столь широкого регионального присутствия, как у Пятерочки и Магнита. В этой связи, учитывая запланированную экспансию, перед компанией встанет проблема значительного роста инвестиционных расходов, для финансирования которых потребуется увеличение кредитного плеча. Фактор запланированного на апрель 2007 г. IPO безусловно позитивно скажется на финансовой прозрачности компании. Однако в компанию поступит лишь половина вырученных средств (за 10% пакет допэмиссии) и практически весь объем будет направлен на ребрендинг и реорганизацию сети, а не на сокращение долгового бремени. Средняя доходность облигаций Дикси за последний месяц торгов. Составила **10 %** годовых к погашению в 2011 г. (**380 б.п.** к ОФЗ) Таким образом, при близкой дюрацией их спрэд к облигациям Пятерочки составляет порядка 160 - 180 б.п., что, на первый взгляд может показаться достаточно завышенным уровнем. Однако при более детальной оценке мы отмечаем, что он в полной мере отражает разницу в эффективности бизнеса компаний и учитывает существующий риск ухудшения кредитного качества Дикси

Виктория – при сравнении с сопоставимой по масштабу и формату Копейкой мы отмечаем, с одной стороны, более высокую эффективность, а с другой, меньшую финансовую прозрачность из-за отсутствия консолидированной отчетности по международным стандартам, которая и обуславливает премию по доходности в 50 б.п. по бумагам Виктории к Копейке. Тем не менее, при условии подготовки консолидированной отчетности за 2006 г. данный негатив будет устранен, что обусловит более высокую инвестиционную привлекательность бумаг Виктории (в частности, готовящегося второго выпуска), относительно Копейки. Кроме того, фактор официальной консолидации всех направлений бизнеса в отчетность послужит дополнительным «плюсом» для кредитного качества компании. В течение последнего месяца облигации торговались с доходностью **9.7%** к оферте в 2007 г. (спрэд к ОФЗ **520 б.п.**) – в то же время, мы обращаем внимание на очень короткую дюрацию выпуска. На наш взгляд, справедливый спрэд Виктории к ОФЗ должен быть на 50-70 б.п. шире аналогичного спреда Копейки (320 б.п.). Таким образом, мы оцениваем справедливый спрэд на уровне 360-380 б.п.

Карусель – неопределенность в отношении осуществимости заявленных планов, с одной стороны, и потенциальное снижение эффективности, которого, скорее всего, компании не удастся избежать, с другой, не позволяют нам оценить вероятность исполнения опциона на покупку сети Пятерочкой на уровне 100%. На наш взгляд, его исполнение будет напрямую зависеть от успешности стратегии Карусели. В связи с этим, мы рассматриваем Карусель как отдельный проект, не связанный с Пятерочкой. Хорошая текущая рентабельность, профессионализм менеджмента и банк земельных участков не перевешивают весьма высоких кредитных рисков. Значительное долговое бремя обуславливает достаточно высокую премию к Пятерочке и обосновывает доходность бумаг компании в диапазоне Аптек 36.6, также характеризующихся агрессивной финансовой политикой. На наш взгляд, спрэд в **410 б.п.** к ОФЗ является справедливым и отражает высокие кредитные риски, присущие компании.

АЛПИ – компания характеризуется удовлетворительным кредитным качеством, и по многим параметрам соответствует среднеотраслевым показателям. При сравнении с «чистыми» ритейлерами, мы отмечаем, что наличие собственной производственной базы имеет как положительный, так и негативный аспекты. Высокая эффективность производственного блока способствует устойчивому финансовому состоянию компании и высокой норме прибыли, превышающей средний уровень по сектору. С другой стороны, компания вынуждена отвлекать часть средств от развития торговой сети на поддержку производственного комплекса, что может несколько замедлить проявление ожидаемого положительного эффекта масштаба. Наличие ряда отраслевых рисков и отсутствие отчетности по международным стандартам объясняет более высокую доходность АЛПИ по сравнению с наиболее сопоставимой Каруселью, также несущей риски строительства собственных площадей. Доходность на уровне **11.4%** к оферте в 2007 г. (**620 б.п.** к ОФЗ), на наш взгляд, справедлива, что исключает потенциал изменения спреда в краткосрочной перспективе. Тем не менее, в дальнейшем при условии реализации намеченных планов развития облигации АЛПИ могут представлять привлекательную инвестиционную возможность.

Монетка – более узкий спрэд к ОФЗ по сравнению со спредами по облигациям Марты-2 и Матрицы (наиболее сопоставимых компаний с точки зрения масштаба и рентабельности бизнеса, а также присущих рисков) отчасти объясняется более низким кредитным плечом Монетки. Средняя доходность Монетки за последний месяц составила 11.1% (570 б.п. к ОФЗ). Тем не менее, разница в спредах к ОФЗ на уровне 270 - 320 б.п., на наш взгляд, является неоправданно широкой для компании, несущей с аналогами совершенно идентичные структурные риски и риски, связанные с непрозрачностью деятельности. В связи с этим, мы видим возможность **расширения спреда к ОФЗ** по бумагам Монетки на **30-50 б.п.**

Матрица – узкое региональное присутствие, небольшой масштаб бизнеса, невыстроенная организационная структура и финансовая непрозрачность, невпечатляющая динамика финансовых показателей и высокая долговая нагрузка – все это свидетельствует о том, что на настоящий момент доходность, при которой торгуются облигации Матрицы, справедливо оценивает текущий финансовый и организационный статус компании. Средняя доходность облигаций составила **14.1%** к оферте в 2007 г., что соответствует спреду к ОФЗ в **890 б.п.**

Марта – компания не является розничным продуктовым ритейлером в традиционном понимании, учитывая наличие ряда прочих бизнесов в составе холдинга, поэтому напрямую сравнивать ее с прочими игроками было бы не совсем правильно. Тем не менее, рассматривая исключительно розничное направление, мы отмечаем наличие тех же рисков, которые присущи и Монетке и Матрице, а также самую высокую в секторе долговую нагрузку и низкое покрытие долга. Наличие прочих специфических для компании рисков обуславливает столь высокую доходность третьего выпуска на уровне **13.74%** к оферте в 2008 г. (средний спред к ОФЗ **840 б.п.**), которая, с нашей точки зрения, вполне оправдана.

Азбука Вкуса – высокая рентабельность бизнеса и умеренная долговая нагрузка выделяют компанию среди более обремененных долгами и менее рентабельных ритейлеров второго-третьего эшелонов. При этом незначительный масштаб бизнеса, недиверсифицированное географическое присутствие (расширение которого в ближайшей перспективе представляется маловероятным) и представленность компании лишь в одном весьма узком и наименее востребованном формате обуславливают наличие специфических рисков. На наш взгляд, средняя доходность облигаций в **10.9%** к полугодовой оферте (**550 б.п.** к ОФЗ) учитывает как высокую зависимость показателей компании от столичного рынка, так и потенциальное увеличение кредитного плеча в связи с экспансией сети, и справедливо отражает кредитное качество компании.

Аптека 36.6 – налицо ряд факторов, которые выгодно отличают 36.6 не только от менее крупных и менее прозрачных прямых конкурентов, но и от некоторых крупных операторов продуктовой розницы. Речь идет о лидирующих рыночных позициях и опережающих темпах экспансии сети, наличии сильного производственного блока, возможности диверсификации доходов, а также публичности и финансовой прозрачности компании. С другой стороны, не следует упускать из вида рост долгового бремени и потенциальный риск продажи оставшегося 50% пакета акций Верофарма, на который приходится основные денежные потоки, что в свою очередь может привести к снижению рентабельности EBITDA и дальнейшему ухудшению долгового покрытия. Тем не менее, здесь следует отметить, что если это произойдет в ближайшем будущем, то негативный эффект на рентабельность и денежные потоки будет весьма значительным. В случае продажи Верофарма в более отдаленной перспективе негативные последствия на рентабельность будут компенсированы выходом розничного направления на положительную маржу. Средняя доходность облигаций в **10.1%** к оферте в 2008 г. и спред к ОФЗ в **450 б.п.** справедливы. При этом мы весьма позитивно оцениваем компанию, в связи с чем по мере замедления темпов экспансии и направления генерируемых потоков на поддержание интенсивного, а не экстенсивного роста, что будет способствовать повышению кредитного качества, мы видим возможность снижения доходности бумаг 36.6.

Натурпродукт и 36.6 характеризуются сопоставимыми уровнями рентабельности, хорошей финансовой прозрачностью и логичной структурой собственности. Кроме того, с точки зрения долговой нагрузки Натурпродукт выглядит более привлекательно. При этом, несмотря на более короткую дюрацию, премия по облигациям Натурпродукта к бумагам 36.6 составляет в пределах 80 б.п. (при разнице в спреде в 100 б.п.), что, с нашей точки зрения, в первую очередь является следствием меньшего масштаба бизнеса. В связи с негативным эффектом реструктуризации компания приняла решение не представлять отчетность за первое полугодие текущего года, поэтому мы сможем оценить ее последствия (как негативные, так и позитивные) только на основе годовой отчетности. В связи с этим среднюю доходность облигаций к оферте в 2007 г., составляющую **10.86%** (спред к ОФЗ **550 б.п.**) мы считаем на текущий момент справедливой.

Арбат Престиж – на наш взгляд, компания является весьма неоднозначной. С одной стороны, мы отмечаем наличие в собственности значительных дорогостоящих торговых площадей в Москве, лидирующие позиции на фоне роста рынка, значительные возможности в регионах, учитывая низкую конкуренцию, широкий ассортимент и ценовое преимущество, а также приемлемую рентабельность бизнеса. С другой стороны, нельзя не отметить весомую долговую нагрузку, финансовую непрозрачность, не позволяющую адекватно оценить реальную динамику за исторический период, достаточно высокую зависимость от столичного рынка и пока не проявившийся эффект региональной экспансии, а также прослеживающуюся тенденцию несоответствия заявленных планов и фактических результатов. В этой связи, если агрессивные планы компании по расширению сети и роста продаж в 2006 г. не оправдаются, мы видим возможность дальнейшего снижения кредитного качества и **расширение спреда на 20-50 б.п.** и оцениваем справедливый спред в 570-600 б.п. Средняя доходность облигаций Арбат Престижа за последний месяц составила 10.6% при спреде к ОФЗ в 550 б.п.

Единая Европа - компания несет аналогичные с Арбат Престижем риски, связанные с отсутствием аудированной международной отчетности. С точки зрения структурных рисков, организационная структура Единой Европы выглядит более простой, кроме того, в результате проводимой в настоящее время реструктуризации будет сформирована логичная холдинговая структура, выстроенная по направлениям деятельности. При сопоставимом масштабе бизнеса значительно более низкая долговая нагрузка и более высокая рентабельность эмитента обуславливает более низкую доходность выпуска Единой Европы по сравнению с доходностью Арбат Престижа. Таким образом, справедливая, на наш взгляд, доходность Единой Европы с учетом премии за более длинную дюрацию, составляет **10.8-11%** к двухгодичной оферте, что представляет спред к ОФЗ в **500 - 520 б.п.**

Дикая Орхидея - является одной из самых небольших по годовому обороту, а специфика товара не позволяет наращивать продажи темпами, присущими продуктовым ритейлерам. При этом собственных средств явно недостаточно для удовлетворения «аппетита» расширения сети, что в итоге выражается в высокой текущей долговой нагрузке с дальнейшим потенциальным увеличением кредитного плеча. Понижительный тренд рентабельности на протяжении ряда периодов указывает на то, что затраты на открытие новых магазинов пока не покрываются генерируемыми от их деятельности денежными потоками. Кроме того, переход в более экономичный сегмент также на настоящий момент не имеет эффекта масштаба, и доля private labels не столь существенна, чтобы за их счет можно было бы реверсировать понижительный тренд. На более длинном отрезке кривой косвенным аналогом для Дикой Орхидеи, на наш взгляд, можно считать облигации Азбуки Вкуса. Компании сопоставимы не только по небольшим масштабам бизнеса, но и с точки зрения высокого ценового сегмента, в котором представлена значительная доля ассортимента, а также вытекающей отсюда высокой эффективности деятельности. На наш взгляд, спред Дикой Орхидеи в силу специфики ассортимента, характеризующегося более эластичным спросом, чем продукты питания, должен быть шире спреда Азбуки Вкуса (550 б.п.) на 50-70 б.п. Таким образом, на более длинном отрезке кривой мы оцениваем справедливый спред Дикой Орхидеи на уровне **600-620 б.п.** к ОФЗ.

Лаверна – диверсифицированная структура сбыта, широкий ассортимент и географическое присутствие создают предпосылки для успешного развития бизнеса Лаверны. При этом компания демонстрирует способность генерировать и наращивать собственные денежные потоки на протяжении последних трех лет. С нашей точки зрения, Лаверна имеет весьма устойчивые позиции и хорошие перспективы, принимая во внимание высокие темпы роста рынка строительных материалов, а также постепенный переход к современным форматам торговли (сетевая розница в отличие от неорганизованных рынков). В этой связи, основная часть финансовых вложений в развитие розничного проекта будет покрываться за счет денежных потоков, генерируемых в оптовом сегменте. При этом, учитывая высокие инвестиционные потребности, мы не исключаем, что компания может увеличить кредитное плечо. Однако осторожная финансовая политика, которой придерживается эмитент, позволяет нам предположить, что резкого увеличения долгового бремени не будет. В связи с этим, ключевым риском остается риск низкой прозрачности финансовых потоков и отсутствия аудированной отчетности. Среднюю за последний месяц доходность по выпуску (9.94% к оферте в апреле 2007 г.) вряд ли можно считать показательной в силу небольшой дюрации выпуска. В то же время, из числа других непродуктовых ритейлеров Лаверну можно сравнить с Единой Европой, которая также является оптовым дистрибьютером, активно развивающим собственную розницу. Кроме того, компании сопоставимы как по умеренной долговой нагрузке, так и с точки зрения консервативной финансовой политики. Таким образом, мы считаем спред в **500 – 520 б.п.** справедливым для Лаверны на более длинном отрезке ОФЗ.

Топ-Книга – основными преимуществами компании перед многими розничными сетями второго и третьего эшелонов являются прозрачная организационная структура и структура самого выпуска, а также умеренная долговая нагрузка при рентабельности, соответствующей среднеотраслевому показателю. Тем не менее, небольшой масштаб бизнеса и ограниченность собственных потоков, недостаточных для покрытия инвестиционных потребностей, связанных с агрессивными планами экспансии, обуславливают риск увеличения кредитного плеча в будущем. При этом позитивным является намерение компании (хотя пока не уточненное по срокам) провести реорганизацию в открытое акционерное общество, подготовить отчетность по международным стандартам и провести IPO. Текущая доходность Топ-Книги в силу короткой дюрации не является показательной, в связи с чем на более длинном отрезке мы также сопоставляем компанию с Азбукой Вкуса (550 б.п.), учитывая небольшой масштаб бизнеса, а также специфичность бизнеса обеих компаний (продуктовый бутик и книготорговля). Тем не менее, большой масштаб бизнеса, более широкое географическое присутствие и менее существенные экономические риски Топ-Книги, наряду с потенциальным повышением прозрачности обуславливают менее широкий спрэд к ОФЗ, который, по нашим оценкам, должен составлять **490-500 б.п.** к ОФЗ на более длинном отрезке кривой.

Инком-Авто и Автомир – компании являются прямыми конкурентами, несут аналогичные структурные, отраслевые и финансовые риски, а также характеризуются сопоставимым кредитным качеством. Более высокая эффективность Инком-Авто нивелируется меньшим масштабом бизнеса и менее агрессивной региональной экспансией, что обуславливает премию Инком-Авто к Автомиру. Средняя доходность облигаций Инком-Авто составила **12.24%** к годовой оферте при спреде к ОФЗ в **770 б.п.**, Автомира **11.9%** к годовой оферте и **670 б.п.** соответственно, что по нашему мнению, соответствует справедливым уровням.

Техносила – ключевым риском для компании, является общерыночный риск снижения и изменения потребительского спроса и его более высокая эластичность по сравнению с продуктами ритейлерами. Поэтому основной фактор, определяющий дальнейшее развитие Техносила, будет заключаться в способности компании быстро реагировать на изменение потребительского спроса и строить свою товарную политику в соответствии с потребительскими предпочтениями. В качестве преимущества можно рассматривать наличие единого логистического и маркетингового центра, позволяющего отслеживать потребительские настроения в регионах и в соответствии с ними осуществлять централизованные поставки наиболее востребованной продукции. Другим риском, также связанными со спецификой продукции, является риск «затоваривания» в силу низкой оборачиваемости запасов и высокой сезонности бизнеса, а также вытекающий отсюда риск ограничения темпов роста продаж. В данном случае внедрение новой ассортиментной политики весьма своевременно и результативно. Еще один негативный аспект заключается в финансовой непрозрачности компании и отсутствии как таковой публичной отчетности, что затрудняет финансовую оценку. С позитивной стороны, мы отмечаем наличие дорогостоящей недвижимости в собственности, которая при необходимости может использоваться как дополнительный источник финансовых средств (продажа или сдача в аренду). Кроме того, мы позитивно оцениваем способность Техносила реализовывать намеченные планы по открытию новых магазинов и темпам роста, а также приемлемую долговую нагрузку. Учитывая все присущие компании риски, а также существенный масштаб и диверсифицированное географическое присутствие мы считаем спрэд к ОФЗ в **500 б.п.** справедливым, что соответствует среднемесячной доходности в **10.7%**

Евросеть – принимая во внимание все риски, присущие компании, а именно, структурный риск, финансовую непрозрачность, существенную зависимость от благоприятных условий товарных кредитов от международных поставщиков, рост капитальных затрат на фоне менее динамичных темпов роста собственных денежных потоков и вытекающее отсюда потребности в привлечении дополнительного долгового финансирования, с нашей точки зрения, облигации Евросети торгуются при неоправданно узком спреде к ОФЗ, составившим за последний месяц **500 б.п.**, что соответствовало доходности в **10.3%** к оферте в 2007 г. Мы оцениваем справедливый спрэд к ОФЗ на уровне **530-550 б.п.**

СОДЕРЖАНИЕ

	Стр.
Кредитные выводы и рекомендации	2
Введение	8
Рыночные тенденции	8
Тенденции компаний	10
Оборотный капитал и ликвидность	13
Розничные сети: рейтинговая оценка финансового состояния	15
Западные рынки и сетевые компании	17
Основные коэффициенты по российским розничным сетям	19
Пятерочка	20
Магнит	23
Копейка	25
Дикси	27
Виктория	29
Карусель	31
АЛПИ	33
Монетка	35
Матрица	37
Марта	39
Азбука Вкуса	41
Российский фармацевтический рынок	43
Аптечная сеть 36.6	44
Натурпродукт	46
Арбат Престиж	48
Единая Европа	50
Дикая Орхидея	52
Лаверна	55
ТОП-Книга	57
Автомир	59
Инком-Авто	61
Техносила	62
Евросеть	65

Введение

Все представленные в настоящем отчете компании мы отнесли к трем категориям: (1) продуктовые сети, (2) аптечные сети и (3) сетевые операторы, работающие в непродуктовом сегменте розничного рынка.

Категорию «Продуктовые сети», в свою очередь, можно условно поделить на две подгруппы:

- к первой относятся крупные эмитенты с годовой выручкой свыше \$500 млн., Пятерочка, Магнит, Копейка, являющиеся наиболее прозрачными, как с финансовой, так и структурной точки зрения. Компании подготавливают консолидированную отчетность по международным стандартам на ежегодной и некоторые на ежеквартальной основе, являются публичными или планируют провести IPO в ближайшей перспективе.. В связи с этим, структурные риски и риски, связанные с нерепрезентативным отражением финансовых результатов деятельности, у этих компаний минимальны. К этой же категории, с точки зрения масштаба деятельности, относится и Дикси, хотя, учитывая отсутствие отчетности за 2005 г., компанию нельзя назвать прозрачной.
- ко второй подгруппе относятся менее крупные розничные операторы с выручкой до \$500 млн. (за исключением Виктории – выручка за 2005 г. составила \$560 млн.), являющиеся непубличными и характеризующиеся невыстроенной и громоздкой организационной структурой, не позволяющей отследить реальные денежные потоки. Помимо структурных рисков эти эмитенты несут риски, связанные с отсутствием аудированной отчетности по международным стандартам, поскольку подготавливают лишь управленческую отчетность.

Розничные операторы, работающие в сегменте непродуктового ритейла, в большинстве своем несут аналогичные структурные риски, характеризуются низкой степенью финансовой прозрачности и низким уровнем отчетной дисциплины.

Рыночные тенденции

В течение последних нескольких лет российский рынок розничной торговли и потребительских товаров является одним из наиболее динамично развивающихся сегментов российской экономики и демонстрирует чрезвычайно высокие темпы роста, которые сохранятся, как минимум, в ближайшие пять-шесть лет на фоне активного продвижения современных форматов торговли в регионы. В дальнейшем, по прогнозам экспертов, темпы роста хотя и начнут замедляться, но, тем не менее, останутся достаточно высокими. Росту отечественного рынка способствует ряд факторов:

- во-первых, продолжающийся рост доходов населения, которые увеличились за последние 14 лет почти в 20 раз. Если в прошлом году потребление продуктов питания в России в среднем составило \$70-80 на человека в месяц, то к 2012 г. показатель возрастет до \$150-170, т.е. приблизится к уровню в европейских странах (\$200-250);
- во-вторых, сильная фрагментированность рынка, создающая потенциал для развития современных форматов торговли. На современные форматы в прошлом году пришлось 15% - 20%, а пять-шесть лет назад показатель не превышал 2%. По прогнозам экспертов, в среднем по России к 2010 г. доля современных форматов возрастет свыше 30%;
- в-третьих, низкая степень консолидации рынка. Совокупная доля пяти ведущих сетевых компаний на российском рынке составляет 5-6% по сравнению с 15-30% в Восточной Европе и 60-90% в Западной Европе. При этом наличие огромного количества небольших региональных розничных сетей открывает перспективы для дальнейшей экспансии основных игроков путем их приобретения или расширения франшизы.

Оборот розничной торговли, \$ млрд



Источник: Росстат, оценка Банка Зенит

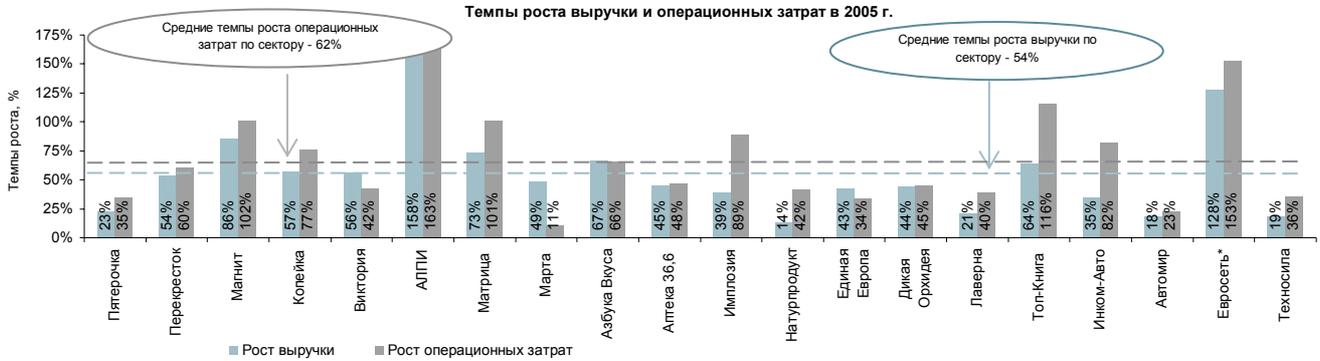
Стабильность темпов роста отечественного розничного рынка и предсказуемость его развития и тенденций (российский рынок в своем развитии во многом повторяет путь, пройденный компаниями Восточной Европы) обуславливает его привлекательность как для местных, так и западных компаний, что приводит к усилению конкуренции, а следовательно, дальнейшей консолидации рынка. Налицо усиление конкуренции не только между отечественными компаниями, но и между крупными российскими ритейлерами (в частности, активно развивающимися формат гипермаркета) и международными ритейлерами (Ашан, Метро, и др.).

Хотя конкуренция между сетевыми операторами пока не достигла апогея, через четыре-пять лет, по мере освоения региональных рынков и усиления консолидации, ожидается ее резкое обострение. Тем не менее, уже сейчас борьба за потребителя вынуждает сети переходить на мультiformатную организацию работы и использовать ценовую конкуренцию - в некоторых сетях среднегодовое снижение стоимости потребительской корзины составило в прошлом году около 7%. Наряду с расширением спектра товаров и услуг и повышением их качества компании совершенствуют торговые технологии, используя ассортиментные матрицы и выпуская товары под private label, которые немного дешевле брендовых аналогов в среднем и высоком ценовых сегментах и значительно дешевле в низком ценовом сегменте (в среднем на 30%). По данным ACNielsen доля private labels на российском розничном рынке составляет чуть более 5% по сравнению с 25% на западно-европейских рынках. При этом в среднесрочной перспективе компаниями планируется существенное увеличение продаж под частными марками. Отсутствие затрат на маркетинг и рекламу частных марок позволяет не только поддерживать более низкий уровень розничных цен, но и обеспечивать более высокую рентабельность - в среднем на 5-10% выше аналогичного показателя традиционного ассортимента.

Ключевой тенденцией последних и ближайших лет является, как мы говорили выше, региональная экспансия сетей, которая осуществляется за счет продаж франшиз, консолидации, поглощений менее крупных конкурентов и открытия собственных магазинов. Следствием активного расширения сетей и связанных с ним высоких потребностей в инвестициях стал существенный рост кредитного плеча и проведение IPO. Первопроходцем по первичному размещению акций стал в 2004 г. Седьмой Континент, за ним последовала в мае прошлого года Пятерочка, разместившись на LSE, а в апреле текущего года к ним присоединился Магнит. Аналогичные намерения выразило руководство Копейки, Дикси, Ленты, Топ-Книги. Что касается заимствований на долговом рынке, то на нем представлены практически все участники розничного продуктового рынка. Только в первом полугодии текущего года на рынок вышли Виктория, Дикси, Монетка, Азбука Вкуса, АЛПИ, вторично Копейка и в третий раз Марта, в конце сентября разместился заем сети гипермаркетов Карусель. Недавно дебютировали сеть косметической продукции и парфюмерии «Единая Европа», сеть гипермаркетов детских товаров «Банана-Мама» и сеть мини-/супермаркетов и ТРЦ «Самохвал». В ближайшее время к участникам долгового рынка присоединится сеть электроники и бытовой техники «М.Видео». Кроме того, повторно выйдет на рынок ТОП-Книга, а при условии благоприятной рыночной конъюнктуры может разместиться второй выпуск Виктории.

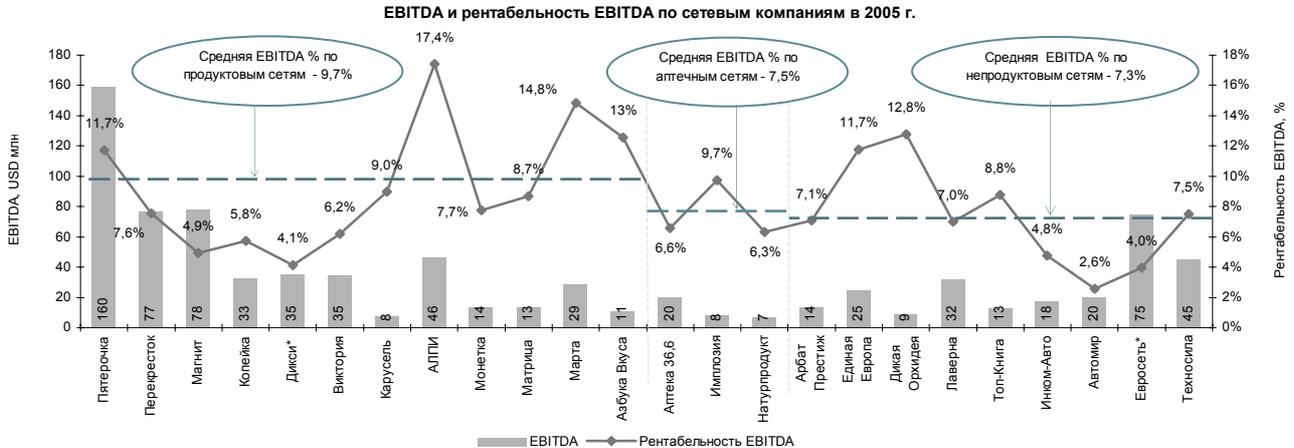
Тенденции компаний

Хорошие перспективы и растущий характер рынка как продуктовой, так и непродуктовой розницы обеспечивает сетевым ритейлерам высокие темпы роста. Так в среднем темпы роста товарооборота по продуктовым розничным ритейлерам в 2005 г. составили 67%, по непродуктовым сетям – 46% и по аптечным сетям – 33%. Однако следует отметить, что это лишь одна, причем лучшая сторона медали. В погоне за ростом выручки и увеличением рыночной доли, на второй план уходит рентабельность и долговая нагрузка – тенденция, к сожалению, прослеживаемая нами по многим розничным сетям за редким исключением.



Источник: данные компаний, оценка Банка Зенит

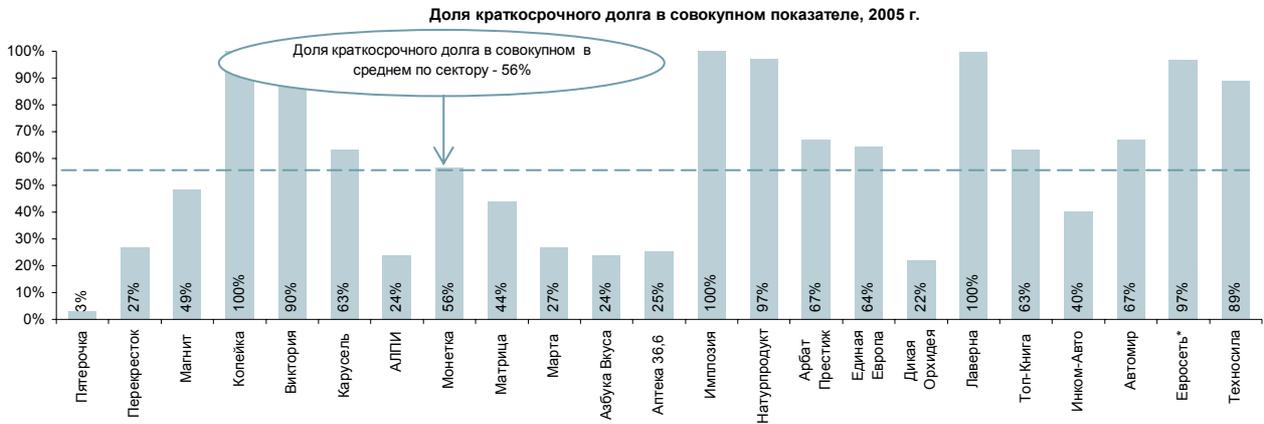
На фоне высоких темпов роста товарооборота растут как производственные, так и операционные расходы, порой опережающими темпами. Региональная экспансия сетей, приводит к увеличению арендных платежей (доля в себестоимости у ряда компаний превышает 15%), транспортных и прочих расходов. В итоге темпы роста EBITDA, хотя и являются достаточно высокими, тем не менее, уступают динамике выручки, что приводит к снижению рентабельности. В свою очередь, чистая рентабельность находится под давлением возросших финансовых отчислений, обусловленных ростом долговой нагрузки. Так на основе финансовых данных, представленным компаниями за 1 квартал и/или 1 полугодие текущего года снижения рентабельности зафиксировали 9 из 13 компаний, по которым имеется отчетность за указанные периоды.



Источник: данные компаний, оценка Банка Зенит

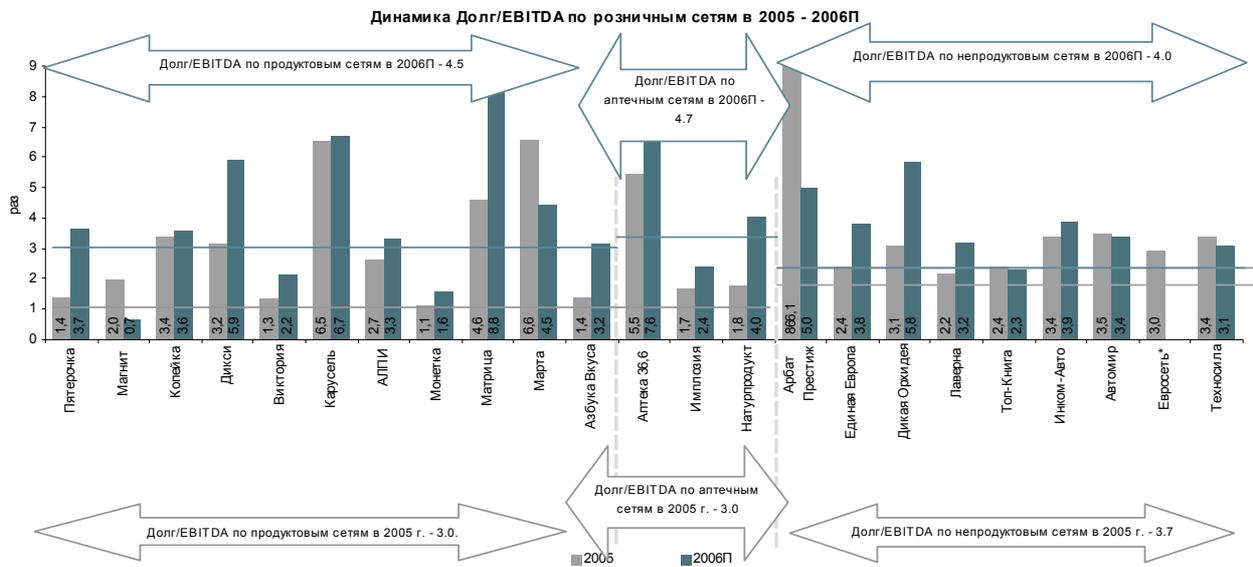
Поскольку московский рынок и рынок Санкт-Петербурга практически достигли точки насыщения, поделены между ключевыми операторами, характеризуются чрезвычайно высокой конкуренцией и практически закрыты для входа новых игроков, расширение рыночной доли возможно только за счет регионов. Покупка региональных сетей требует все больших капиталовложений. При этом операционные денежные потоки зачастую являются недостаточными для покрытия инвестиционных потребностей, что вынуждает компании увеличивать финансовый рычаг посредством привлечения банковских кредитов или публичного долга. В итоге компании зачастую становятся, своего рода, заложниками собственной агрессивной стратегии развития, генерируя отрицательные свободные денежные потоки.

С одной стороны, привлечение «длинных денег», направляемых отчасти на рефинансирование краткосрочного долга, отчасти на покрытие инвестиционных потребностей, улучшает структуру кредитного портфеля с точки зрения срочности. По результатам 2005 г. и последних отчетных периодов, за которые имеется отчетность эмитентов, доля краткосрочного долга была достаточно существенной, тем не менее, по результатам этого года мы ожидаем снижения доли «коротких» денег в результате рефинансирования.



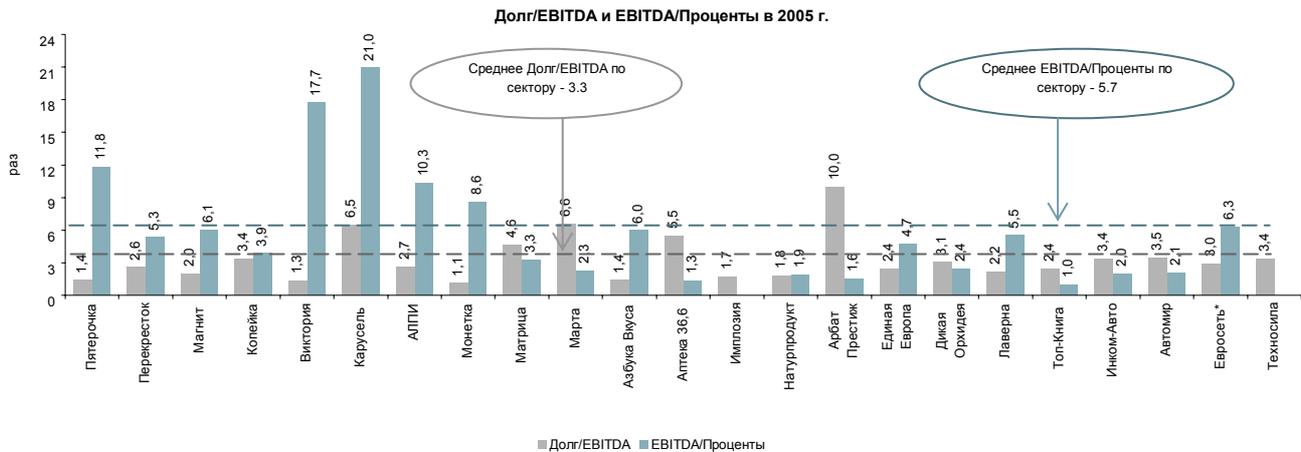
Источник: данные компаний, оценка Банка Зенит

С другой стороны, несмотря на снижение риска, связанного с краткосрочным характером задолженности, возрастает левередж и ухудшается качество покрытия долга. Средний показатель Долг/ЕБИТДА по всем компаниям составил в 2005 г. 3,1, а в текущем году это соотношение может превысить 4,5., учитывая активные размещения долговых обязательств многими ритейлерами.



Источник: данные компаний, оценка Банка Зенит

Увеличение долгового бремени и процентных расходов, с одной стороны, и недостаточно высокий рост собственных денежных потоков, с другой, обуславливают более низкое процентное покрытие, которое в среднем по российским ритейлерам составляет 6.1 на основе EBIT и 5.7 на основе EBITDA.



Источник: данные компаний, оценка Банка Зенит

Таким образом, резюмируя, можно выделить основной финансовый риск, присущий практически всем отечественным ритейлерам, а именно:

- постепенное ухудшение кредитного качества, вызванное ростом долговой нагрузки и наращиванием капитальных затрат, демонстрирующей опережающую динамику относительно собственных денежных потоков, а также снижение операционной эффективности.

Более мелкие ритейлеры, главным образом, региональные, несут ряд дополнительных рисков «нефинансового» характера, в том числе:

- риск «непрозрачности», как ввиду отсутствия консолидированной отчетности по международным стандартам, так и, прямо скажем, весьма запутанной юридической структуры, не позволяющей адекватно оценить реальные генерируемые потоки;
- на региональных рынках локальные розничные сети выступают прямыми конкурентами федеральных игроков, выходящих на тот или иной рынок. Здесь возможны два варианта дальнейшего развития ситуации. С одной стороны, рост конкуренции со стороны крупных сетей может привести к постепенному вытеснению мелких игроков с «домашнего» рынка, что окажет негативное влияние на динамику продаж, и как следствие, способность обслуживать долг. С другой стороны, региональные сети, имеющие хорошие позиции на рынке и позитивную динамику финансовых показателей, могут представлять привлекательный объект для поглощения федеральными розничными операторами. В данном случае, все риски, присущие региональной сети, нивелируются позитивным фактором консолидации в состав поглощающей компании.

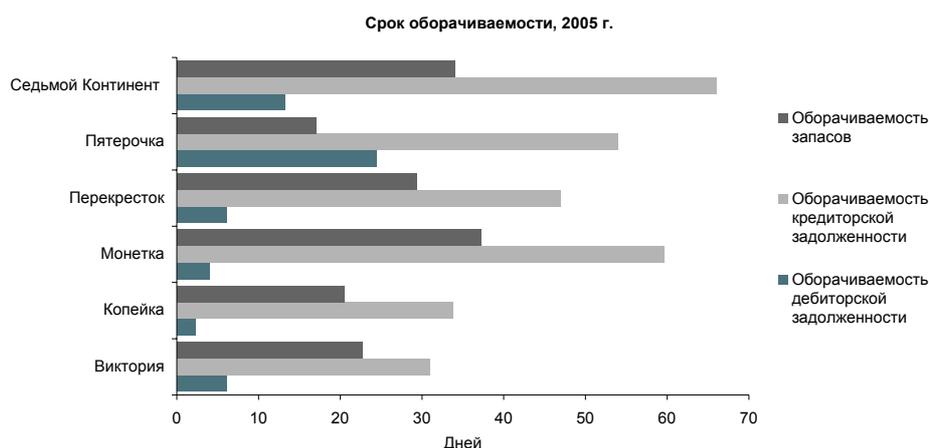
Оборотный капитал и ликвидность

Практически абсолютное большинство российских розничных сетей работают на условиях товарного кредита, т.е. по сути, их текущая деятельность финансируется поставщиками. Средний период, на который операторам розницы предоставляется товарный кредит, составляет 57 дней (продуктовые, непродуктовые и аптечные сети). При этом наиболее выгодные условия товарных кредитов имеют Арбат Престиж (108 дней), АЛПИ и Карусель (102 дня). Если говорить о секторе в целом, то продуктовые розничные сети в силу более быстрой оборачиваемости запасов, чем у непродуктовых сетей, более эффективно используют возможность отсрочки платежей, что позволяет им ускоренно высвободить денежные средства и вновь направлять их в оборот.

Крупные розничные сети, имеющие не только выгодные условия товарных кредитов, но и хорошую платежную дисциплину со стороны дебиторов, характеризуются наиболее значительными и постоянными потоками наличности с достаточно быстрой оборачиваемостью. В итоге, незначительный размер счетов к получению наряду с существенной разницей в сроках оборачиваемости кредиторской задолженности и запасов приводят к тому, что компании функционируют с отрицательным оборотным капиталом и крайне низкими показателями текущей ликвидности. Так, средний коэффициент текущей ликвидности составил по этим ритейлерам в 2005 г. лишь 0.7. При этом, принимая во внимание способность быстро высвободить денежные потоки, такие операторы розницы характеризуются наиболее высоким коэффициентом абсолютной ликвидности (17%) по сравнению с прочими ритейлерами (например, 9% по непродуктовым сетям).

К указанным компаниям относятся практически все крупнейшие федеральные сети (за исключением Магнита по результатам 2005 г.). В среднем срок оборачиваемости кредиторской задолженности по таким сетям составил в 2005 г. 48.5 дней. На фоне хорошей кассовой дисциплины (средняя оборачиваемость дебиторской задолженности 9.3 дня) разница между датой получения средств от дебиторов и датой платежа кредиторам составляет почти 40 дней. Отсрочка платежа и быстрое высвобождение денежных потоков позволяет направлять их на финансирование текущей деятельности, и в частности, приобретение товаров у поставщиков за наличные средства. Таким образом, высокая оборачиваемость запасов позволяет наращивать объем продаж довольно высокими темпами. В итоге, отрицательный оборотный капитал и низкий показатель текущей ликвидности де-факто не говорят о возможных проблемах с обслуживанием текущих обязательств, что, на наш взгляд, необходимо учитывать при финансовом анализе компаний.

С другой стороны, маловероятно, что столь привлекательные условия работы с поставщиками сохранятся и в будущем. На развитых рынках срок оборачиваемости кредиторской задолженности варьируется от 30 до 50 дней. Таким образом, в случае ужесточения условий со стороны поставщиков, такие компании могут столкнуться с проблемой недостатка денежных средств для финансирования текущей деятельности и пополнения запасов.



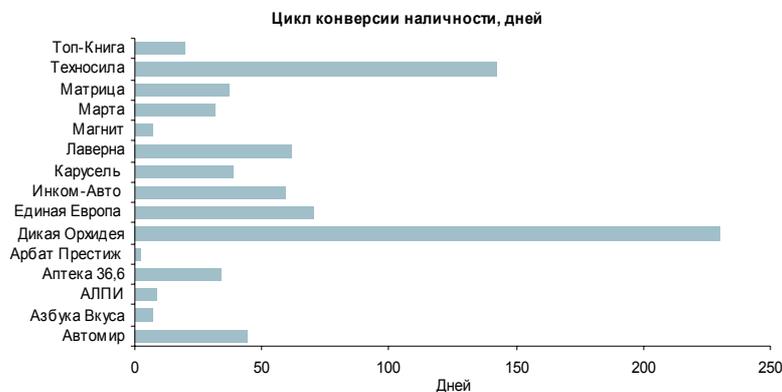
Источник: оценка Банка Зенит

Что касается остальных операторов продуктовой розницы (а именно, Карусель, Марта, Матрица, АЛПИ, Азбука Вкуса) то, работая с положительным оборотным капиталом, они имеют относительно приемлемый коэффициент текущей ликвидности - в среднем 1.1. Этим компаниям свойственен гораздо более низкий уровень кассовой дисциплины, что выражается в существенно более длительном сроке оборачиваемости дебиторской задолженности, который в среднем составил по ним 51.5 дней (по сравнению с 9.3 выше). Плохая собираемость дебиторской задолженности при более длительной оборачиваемости запасов не позволяет таким компаниям быстро высвобождать денежные потоки, что, в свою очередь, негативно влияет на абсолютную ликвидность, составляющую в среднем 12%.

В пледу компаний, работающих с положительным оборотным капиталом, помимо продуктовых розничных сетей второго и третьего эшелонов, попал Магнит, что можно объяснить следующим образом. С одной стороны, компания характеризуется высоким уровнем кассовой дисциплины - срок оборачиваемости дебиторской задолженности (9 дней) соответствует среднему уровню по компаниям, работающим при отрицательном оборотном капитале. С другой стороны, сопоставимые сроки оборачиваемости кредиторской задолженности и запасов обеспечивают Магниту положительный оборотный капитал и один из наиболее высоких коэффициентов его оборачиваемости. На наш взгляд, модель управления текущими потоками у Магнита является одной из наиболее эффективных. Положительный оборотный капитал обеспечивает компании более высокую текущую ликвидность (ближе к 1.0), а краткий конверсионный цикл наличности позволяет компании быстро высвобождать денежные средства и направлять их на пополнение оборотных средств, а следовательно, на увеличение темпов продаж.

На основе проведенного нами анализа, наименее эффективными компаниями с точки зрения управления оборотным капиталом являются Карусель, Марта и Матрица. С нашей точки зрения, это в первую очередь связано с тем, что помимо ритейла компании осуществляют девелоперскую и строительную деятельность, т.е. работают в сегментах, характеризующихся более длительными периодами оборачиваемости дебиторской задолженности. Средний цикл конверсии наличности у этих трех компаний превышает месяц и составляет 36 дней. Так, наряду с наиболее выгодными условиями товарного кредита (102 дня), самым длительным сроком собираемости дебиторской задолженности характеризуется Карусель, у которой показатель составил 89 дней.

В целом, как мы говорили выше, операторы продуктовых сетей в силу специфики товара характеризуются более эффективным управлением оборотными средствами по сравнению с непродуктовыми сетями. С одной стороны, *non-food* ритейлеры имеют вполне приемлемые сроки оборачиваемости дебиторской задолженности (в среднем - 19.4 против 51.5 дней у продуктовых ритейлеров второго-третьего эшелонов). С другой, оборачиваемость запасов в среднем превышает три месяца (108 дней), что обуславливает весьма длительный цикл конверсии наличности (73 дня). Длительный цикл конверсии наличности означает высокие потребности в финансировании оборотного капитала. При этом, с позитивной стороны, значительный оборотный капитал, в большей степени сформированный за счет ТМЗ, обуславливает самые высокие коэффициенты текущей ликвидности (в среднем 1.5). Максимальный уровень текущей ликвидности отразил в 2005 г. Инком-Авто на уровне 2.5 и Дикая Орхидея – 2.0. Причем в отношении Дикой Орхидеи стоит особо отметить, что оборотный капитал формируется исключительно за счет товарно-материальных запасов, срок оборачиваемости которых в прошлом году составил 302 дня и обусловил максимальный по отрасли цикл конверсии наличности. С нашей точки зрения, эта ситуация обусловлена спецификой товара, а также премиальным ценовым сегментом, в котором представлена основная доля ассортимента (см. ниже обзор по компании). При этом неспособность компаний быстро высвобождать деньги из оборота обуславливают наиболее низкую абсолютную ликвидность (9%).



Источник: оценка Банка Зенит

Розничные сети: рейтинговая оценка финансового состояния

Помимо детального анализа кредитного качества представленных в отчете операторов сетевой розницы, мы провели сравнительный анализ финансового состояния, основанный на рейтинговой оценке надежности, рассчитываемой в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ. Наша оценка основана на анализе нескольких групп финансовых показателей, оценивающих структуру капитала компании (отношение финансового долга к активам, отношение обязательств к активам), ликвидность (коэффициенты текущей и абсолютной ликвидности), эффективность деятельности (операционная и чистая рентабельность, рентабельность EBITDA), адекватность существующей долговой нагрузки генерируемым денежным потокам (покрытие финансового долга операционным денежным потоком и EBITDA, покрытие процентов за счет EBIT) и динамику операционных показателей (темпы роста выручки и операционной прибыли). Значению каждого показателя присваивается определенная оценка от 0 (наиболее высокий финансовый риск) до 3 (наиболее низкий риск), после чего на основе полученных оценок выводится интегральное значение рейтинга финансового состояния, также в диапазоне от 0 до 3. Различные значения рейтинга мы условно подразделяем на 4 Группы финансового риска:

- **0 - 0.9: Группа высокого финансового риска:** Как правило, компании, попавшие в данную Группу, отличает сильная зависимость от возможностей рефинансирования долга, а также внушительный объем обязательств, заметно превышающий собственные возможности по его погашению.
- **0.9 – 1.7: Группа умеренного финансового риска:** Наиболее распространенная оценка для компаний, не отличающихся особой эффективностью деятельности в силу отраслевой / внутренней специфики, финансовая стабильность которых, в то же время, находится на приемлемом уровне.
- **1.7 – 2.3: Группа низкого финансового риска:** Компании, имеющие внутренние ресурсы финансирования операционной деятельности и обслуживания долга, характеризующиеся низкой долговой нагрузкой и позитивной динамикой операционных показателей.
- **2.3 – 3.0: Группа минимального финансового риска:** Довольно редкое явление на российском долговом рынке. Как правило, это крупные промышленные холдинги / естественные монополии, часто в сырьевых отраслях экономики, создающие высокую добавленную стоимость, и, как следствие, не испытывающие особой потребности в долговом финансировании.

Стоит отметить отдельно два момента. Во-первых, наша оценка финансового состояния не претендует на абсолютную оценку кредитного качества заемщика. Для многих российских компаний, в том числе и в сегменте розничной торговли, слишком большое значение в оценке кредитного риска имеют другие, нефинансовые факторы: отсутствие прозрачной отчетности, позволяющей получить адекватную картину о бизнесе эмитента, запутанная структура, и т.п.

Во-вторых, анализ компаний различных отраслей имеет свою специфику, которую необходимо учитывать при оценке. В частности, как мы уже писали в предыдущем разделе отчета, в случае розничных сетей необходимо с осторожностью подходить к оценке сбалансированности текущих активов и обязательств, так как низкие коэффициенты текущей ликвидности на самом деле не означают низкой платежеспособности ритейлеров, активно использующих товарные кредиты поставщиков.

Для того чтобы учесть данную специфику, мы изменили методику рейтинговой оценки, добавив в расчет еще один показатель: конверсионный цикл наличности (в днях). Конверсионный цикл наличности (Cash Conversion Cycle), рассчитываемый как оборачиваемость кредиторской задолженности (в днях) за вычетом оборачиваемости дебиторской задолженности (в днях) и оборачиваемости запасов (в днях), по сути, показывает, как быстро компании удастся высвободить денежные средства и направлять их на пополнение оборотного капитала. Чем меньше конверсионный цикл, тем больше потенциал для увеличения темпов продаж, причем за счет внутренних возможностей, а не за счет экстенсивного развития (расширения торговой сети).

Низкое значение показателя позволяет нивелировать негативный эффект от низкого коэффициента ликвидности в итоговой оценке рейтинга. В шкале оценок минимальному риску и максимальной оценке соответствует конверсионный цикл, равный нулю и ниже (показатель может быть отрицательным, если у компании отрицательный оборотный капитал), чем выше длительность цикла, тем выше риск и ниже оценка.

Результаты оценки в целом подтверждают уже описанный нами тренд ухудшения финансового состояния большинства торговых сетей в силу роста долгового бремени и снижения операционной эффективности. Рейтинговые оценки семи из двенадцати компаний, представивших промежуточную отчетность за 2006 год, ухудшились, при этом по двум компаниям (Марта и Матрица) оценка перешла в категорию высокого финансового риска. Из числа компаний, которым удалось в 2006 году укрепить свое финансовое состояние, мы обращаем внимание на Магнит, перешедший из категории умеренного риска в категорию низкого риска на фоне роста рентабельности и снижения долговой нагрузки. Еще одной компанией, перешедшей в более высокую категорию надежности, стал Арбат Престиж: если в 2005 году финансовое состояние вызывало большие опасения и соответствовало высокому риску, то по итогам 1 пг. 2006 компании удалось перейти в категорию умеренного риска. В то же время мы отмечаем, что довольно агрессивные планы эмитента на второе полугодие могут вновь ухудшить кредитный профиль, что, скорее всего, повлечет снижение оценки по итогам годовой отчетности.

	Компания	Оценка надежности		Группа финансового риска	
		2005	1П / 1К 2006	2005	1П / 1К 2006
1	Пятерочка	2,02	1,65	низкий риск	умеренный риск
2	Азбука Вкуса	1,97	н.д.	низкий риск	н.д.
4	АЛПИ	1,84	1,46	низкий риск	умеренный риск
5	Виктория	1,72	н.д.	низкий риск	н.д.
3	Дикси	1,60	н.д.	умеренный риск	н.д.
6	Карусель	1,67	1,14	умеренный риск	умеренный риск
7	Лаверна (с НДС)	1,66	1,28	умеренный риск	умеренный риск
8	Монетка (с НДС)	1,63	н.д.	умеренный риск	н.д.
9	Единая Европа	1,60	1,31	умеренный риск	умеренный риск
10	Имплозия	1,57	н.д.	умеренный риск	н.д.
11	Матрица	1,54	0,67	умеренный риск	высокий риск
12	Магнит	1,50	1,77	умеренный риск	низкий риск
13	Дикая Орхидея	1,43	н.д.	умеренный риск	н.д.
14	Техносила	1,43	н.д.	умеренный риск	н.д.
15	Евросеть	1,41	н.д.	умеренный риск	н.д.
16	Натурпродукт	1,37	н.д.	умеренный риск	н.д.
17	Марта	1,31	0,90	умеренный риск	высокий риск
18	Копейка	1,26	н.д.	умеренный риск	н.д.
19	Топ-Книга	1,24	1,36	умеренный риск	умеренный риск
20	Инком-Авто	1,20	н.д.	умеренный риск	н.д.
21	Автомир	1,20	1,13	умеренный риск	умеренный риск
22	Аптека 36,6	0,95	1,27	умеренный риск	умеренный риск
23	Арбат Престиж	0,58	1,01	высокий риск	умеренный риск

Западные розничные рынки и сетевые компании

Если российский рынок розничной торговли находится на первоначальной стадии развития и характеризуется высокими темпами роста и значительной долей традиционных форм торговли, что обуславливает потенциал дальнейшего укрепления позиций современных торговых форматов, то западные рынки уже давно прошли этот этап и находятся либо в стадии стагнации, либо демонстрируют весьма незначительный ежегодный прирост. В связи с этим прямое сопоставление показателей работающих на них компаний, было бы не совсем корректным, учитывая «зрелость» международных и «молодость» российского рынков. Тем не менее, рано или поздно отечественный рынок пройдет этап бурного развития и, достигнув точки насыщения, начнет функционировать по образу и подобию западных соседей. Именно по этой причине мы решили проанализировать некоторые коэффициенты деятельности международных сетевых компаний на развитых и развивающихся рынках и посмотреть, что ожидает российских игроков по мере замедления темпов агрессивной экспансии и экстенсивного роста на фоне рыночной консолидации и усиления конкуренции.

Рост выручки, зафиксированный компаниями на международных рынках по сравнению с темпами роста отечественных ритейлеров является наиболее наглядным подтверждением того, что российские сети переживают «бурную молодость», а западные уже достигли «зрелого возраста». Средние темпы роста российских продуктовых ритейлеров на уровне 67.5% не идут ни в какое сравнение с 5% увеличением оборота аналогичных компаний на развитых западных рынках. Хотя темпы роста выручки операторов продуктовой розницы на развивающихся рынках выглядят более внушительно и составляют 13.4%, тем не менее, ожидать замедления динамики развития отечественных продуктовых сетей до такого уровня следует не ранее 2010 г. Аналогичная картина наблюдается и в отношении роста аптечных сетей и непродуктовых ритейлеров. С нашей точки зрения, учитывая чрезвычайно высокую фрагментированность российского фармацевтического рынка, весьма малую долю аптечных сетей, а также действие государственной программы ДЛО, высокие темпы роста в данном сегменте сохранятся также, как минимум, в течение ближайших пяти-шести лет. Что касается динамики продаж непродуктовых сетевых ритейлеров, то, принимая во внимание гораздо меньшее количество игроков в каждом подсегменте и низкую степень насыщения российского рынка (в частности, в регионах), потенциал их роста также достаточно высок, что и отражается в 46.3% средних темпах роста за прошлый год по сравнению с 15.5% на развитых рынках.

В отношении **эффективности** деятельности мы отмечаем, что хотя российские ритейлеры и являются чуть более рентабельными, тем не менее, не на много опережают сопоставимые компании на международных рынках. Здесь следует отметить различия не столько в показателях рентабельности, сколько в факторах, лежащих в основе понижательной динамики рентабельности у отечественных и западных компаний. На наш взгляд, снижение операционной маржи у международных компаний может объясняться, во-первых, высокой ценовой конкуренцией, и, во-вторых, чрезвычайно высокими затратами на рекламу и маркетинг. При этом на российском рынке, в силу того, что борьба за потребителя еще не столь острая, компании в своем большинстве не прибегают к ценовой конкуренции и пока направляют гораздо меньше ресурсов на рекламу. Таким образом, давление на рентабельность, как мы говорили в предыдущих разделах, является результатом экстенсивного роста, требующего соответствующих затрат и вложений. Тем не менее, со временем этот фактор будет постепенно уходить на второй план, и рентабельность отечественных игроков также попадет под влияние обостряющейся конкуренции и, как следствие, роста затрат на рекламу.

С точки зрения **долговой нагрузки**, мы также отмечаем существенные различия у российских и западных сетей. Экстенсивный рост, масштабные капиталовложения и ограниченность собственных ресурсов у отечественных ритейлеров объясняет значительно более высокую долговую нагрузку, чем у западных аналогов, темпы экспансии которых несоизмеримо ниже, а существующие магазины стабильно генерируют денежные потоки, достаточные для покрытия большей части инвестиционных потребностей. Так по результатам прошлого года средний Долг/ЕБИТДА у западных розничных сетей (продуктовых, аптечных и непродуктовых) составил 1.1 тогда как у российских – 3.1, а на текущий год мы прогнозируем его дальнейшее повышение до 4.0 на фоне активных долговых заимствований. Кроме того, мы обращаем внимание на чрезвычайно низкое процентное покрытие, в частности, у российских непродуктовых (2.3) и аптечных (2.5) сетей по сравнению с 12.8 и 7.4/10.0 соответственно на западных рынках. Тем не менее, по мере консолидации рынка и сокращения количества сетей, являющихся привлекательными для приобретения, а также по мере выхода существующих магазинов на плановые показатели компании будут постепенно сокращать долговую нагрузку и финансировать потенциальные сделки за счет собственных денежных потоков.

Пока же у российских компаний мы отмечаем весьма низкую способность генерировать **собственные денежные потоки** или же ее полное отсутствие (отрицательные операционные потоки), тогда как у западных игроков собственные потоки зачастую достаточны для покрытия более половины долговых обязательств, а иногда и существенно превышают их. Из нижеприведенной таблицы видно, что у западных продуктовых и аптечных сетей денежные потоки достаточны для покрытия от 50% до 70% долгового бремени, а денежные потоки, генерируемые некоторыми непродуктовыми сетями в два или три раза перекрывают совокупный долг. У российских игроков розничного рынка картина значительно менее радужная: у ряда компаний операционный поток отрицательный (в первую очередь это касается непродуктовой розницы), что зачастую объясняется существенным увеличением оборотного капитала преимущественно за счет роста запасов.

В этой связи, последнее, на что мы хотели бы обратить внимание, это способность компаний **управлять оборотными средствами**. Как мы уже упоминали, российские розничные операторы работают на весьма привлекательных условиях товарного кредита, срок которого в среднем по сектору составляет 57 дней, а у некоторых компаний даже превышает три месяца. Мы полагаем, что по мере развития рынка будут ужесточаться и условия поставщиков, а средний срок товарного кредита постепенно сближится с условиями на западных рынках (в среднем 30 – 50 дней). Здесь можно также отметить, что условия, предоставляемые поставщиками российским ритейлерам сопоставимы с условиями на развивающихся рынках, которые значительно более мягкие по сравнению с развитыми рынками. Как и на отечественном рынке, более привлекательные условия товарных кредитов на развивающихся рынках обеспечивают компаниям более краткий (в случае продуктовой розницы - отрицательный) конверсионный цикл по сравнению с развитыми рынками.

2005	Рост выручки, %	EBITDA %	Долг / EBITDA	EBIT / Interest	CFO / Debt	Debt Ratio, %	DPO, дней	ССС, дней
Розничные продуктовые сети								
Развитые рынки								
Wal-Mart	11,3	6,6	1,7	12,1	0,5	25,8	33,9	14,9
Tesco	9,9	7,8	1,9	8,1	0,5	25,0	30,5	-15,9
Carrefour	2,5	6,4	2,2	7,4	0,4	22,8	44,9	7,8
Blue Square	3,7	5,1	1,3	-	0,5	19,5	50,1	2,6
Royal Ahold	-0,3	4,8	3,3	1,6	0,3	35,4	30,6	11,0
Sysco	3,2	6,3	0,8	20,1	0,8	17,3	26,2	22,0
<i>Среднее по развитым рынкам</i>	<i>5,0</i>	<i>6,2</i>	<i>1,9</i>	<i>9,8</i>	<i>0,5</i>	<i>24,3</i>	<i>36,0</i>	<i>7,1</i>
Развивающиеся рынки								
Shoprite Holdings	11,5	4,8	0,6	19,7	0,4	9,4	48,9	1,9
Migros Turk	18,1	6,7	4,0	2,6	0,3	30,4	89,2	-48,2
Tansas	18,3	6,7	0,2	44,6	6,9	2,6	68,1	-41,1
Hero Supermarket	12,4	3,7	0,6	4,0	0,5	6,7	53,1	-7,6
Compania Brasileira de Distribuicao	6,8	8,1	1,9	0,7	0,5	18,8	61,7	4,3
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>	<i>13,4</i>	<i>6,0</i>	<i>1,4</i>	<i>14,3</i>	<i>1,7</i>	<i>13,6</i>	<i>64,2</i>	<i>-18,1</i>
<i>Среднее по российским продуктовым сетям</i>	<i>67,5</i>	<i>9,7</i>	<i>3,1</i>	<i>9,1</i>	<i>0,4</i>	<i>35,5</i>	<i>59,4</i>	<i>4,7</i>
Аптечные сети								
Развитые рынки								
Walgreen	12,5	6,9	-	-	-	-	32,5	40,6
CVS Corp	27,0	7,0	0,8	15,6	0,7	14,3	31,5	61,2
Boots Group	-6,6	11,9	0,0	2,0	0,7	15,8	49,4	70,4
Long Drugs Stores	1,8	3,6	0,9	4,7	1,2	11,0	30,8	30,4
<i>Среднее по развитым рынкам</i>	<i>8,7</i>	<i>7,4</i>	<i>0,6</i>	<i>7,4</i>	<i>0,9</i>	<i>13,7</i>	<i>36,0</i>	<i>50,7</i>
Развивающиеся рынки								
Corporativo Fragua	18,0	5,6	-	12,6	-	-	70,7	-8,0
Shanghai Pharmaceutical	-1,0	1,5	2,0	17,0	-	42,7	52,5	60,7
Dimed SA Distribuidora da Medicamentos	11,7	1,6	0,1	0,3	0,3	29,5	44,9	61,7
<i>Среднее по развивающимся рынкам</i>	<i>9,6</i>	<i>2,9</i>	<i>1,0</i>	<i>10,0</i>	<i>0,3</i>	<i>36,1</i>	<i>56,0</i>	<i>38,1</i>
<i>Среднее по российским аптечным сетям</i>	<i>32,8</i>	<i>7,5</i>	<i>3,0</i>	<i>2,5</i>	<i>-</i>	<i>34,3</i>	<i>57,6</i>	<i>52,0</i>
Непродуктовые сети								
Развитые рынки								
LVMH Moet Hennessey Louis	11,5	22,0	2,1	13,4	0,3	22,8	109,2	208,8
Sears Holdings	16,2	4,5	0,5	16,5	2,6	4,8	21,2	66,9
Best Buy Company	11,8	6,9	0,3	16,4	3,3	5,8	46,1	6,2
Amazon	22,7	6,5	2,8	4,7	0,5	41,2	70,0	-30,3
<i>Среднее по развитым рынкам</i>	<i>15,5</i>	<i>10,0</i>	<i>1,4</i>	<i>12,8</i>	<i>1,7</i>	<i>18,6</i>	<i>61,6</i>	<i>62,9</i>
Развивающиеся рынки								
Wal-Mart de Mexico	13,7	9,3	-	-	-	-	51,3	-11,5
<i>Среднее по российским непродуктовым сетям</i>	<i>46,3</i>	<i>6,6</i>	<i>98,8</i>	<i>2,3</i>	<i>0,3</i>	<i>45,2</i>	<i>54,8</i>	<i>69,3</i>

Источник: Bloomberg, оценка Банка Зенит

DPO – оборачиваемость кредиторской задолженности в днях
ССС – конверсионный цикл наличности

ОСНОВНЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ ПО РОССИЙСКИМ РОЗНИЧНЫМ СЕТЯМ

№	КОМПАНИИ	2005				Последний отчетный период	За последний отчетный период														
		Динамика					Рентабельность				Покрытие			Рычаг		Ликвидность		Оборотный капитал			
		Кол-во магазинов	Выручка	Темпы роста выручки, %	Темпы роста чистой прибыли, %		Рентабельность в EBITDA, %	Рентабельность в EBIT, %	Чистая рентабельность, %	Debt/EBITDA 2006 П	Interest Coverage (EBIT/Interest)	OCF/Debt	EBITDA/Capex	Capex/Sales	Leverage (TLTA)	Debt Ratio (TD/TA)	Current Ratio	Cash Ratio	Оборотный капитал	Оборачиваемость капитала	
1	Пятерочка	751	1359	23%	42%	1П 06 IFRS	13,2%	9,7%	7,7%	3,9%	3,65	4,52	0,09	2,11	0,05	0,31	0,20	0,63	0,09	отр.	-
2	Перекресток	115	1015	54%	73%	1К 06 IFRS	-	7,9%	5,5%	3,4%	-	4,97	0,24	1,04	0,08	0,66	0,35	0,79	0,07	отр.	-
3	Магнит	1500	1578	86%	-	1П 06 IFRS	8,1%	4,4%	3,3%	1,9%	0,69	5,56	0,21	0,54	0,08	0,56	0,13	1,38	0,07	94,23	11,40
4	Копейка	118	575	57%	-39%	2005 IFRS	0,08	5,8%	4,3%	1,6%	3,61	2,89	0,21	0,39	0,15	0,56	0,35	0,43	0,06	отр.	-
5	Дикси	218	859	52%	57%	2005 IFRS	6,6%	3,7%	2,7%	2,1%	5,89	5,57	0,35	0,46	0,08	0,98	0,33	0,64	0,15	14,5	59,3
6	Виктория	134	560	56%	94%	2005 Упр.отч.	-	6,2%	5,0%	4,0%	2,15	14,34	0,41	0,76	0,08	0,70	0,30	0,77	0,11	2,45	-
7	Карусель	6	84	23 раза	6 раз	1П 06 IFRS	12,2%	9,0%	6,3%	2,0%	6,72	-	-	0,15	0,64	0,47	0,36	0,73	0,11	42,65	2,87
8	АЛПИ	19	266	158%	3%	1К 06 Упр.отч.	-	16,1%	13,4%	9,1%	3,34	3,45	0,06	-	-	0,73	0,48	1,19	0,02	32,86	2,37
9	Монетка (с НДС)	43	175	-	-	2005 Упр.отч.	10,2%	7,7%	6,4%	4,7%	1,56	7,18	1,13	-	-	0,61	0,24	0,63	0,13	отр.	-
10	Матрица	23	154	73%	75%	1П 06 IFRS(неауд.)	7,1%	6,3%	4,6%	1,2%	8,80	1,19	0,09	-	-	0,51	0,41	0,82	0,02	10,93	6,47
11	Марта	147	193	49%	9%	1К 06 Упр.отч.	-	7,4%	5,5%	2,7%	4,47	2,01	0,05	-	-	0,68	0,57	1,69	0,06	25,65	3,09
12	Азбука Вкуса	12	88	67%	6%	2005 Упр.отч.	-	12,6%	11,1%	9,6%	3,18	5,26	0,18	1,07	0,12	0,57	0,33	0,96	0,20	1,50	58,55
Среднее по продуктовым сетям		-	-	67%	36%	-	9,3%	8,1%	6,3%	3,9%	4,01	5,18	0,27	0,81	0,16	0,61	0,34	0,89	0,09	-	20,58
13	Аптека 36,6	445	305	45%	-	1П 06 IFRS	-	4,9%	2,6%	2,7%	7,61	0,88	-	0,27	1,46	0,60	0,33	1,28	0,22	51,08	4,26
14	Имплозия	258	83	39%	0%	2005 Упр.отч.	-	0,0%	9,9%	7,2%	2,41	-	0,13	-	-	0,60	0,40	1,35	0,06	10,0	8,25
15	Натурпродукт	180	108	14%	-72%	2005 IFRS	-	6,3%	3,3%	1,2%	4,05	1,85	0,31	-	-	0,51	0,18	1,21	0,06	18,7	5,8
Среднее по аптечным сетям		-	-	33%	-36%	-	-	3,7%	5,3%	3,7%	4,69	1,37	0,22	0,27	1,46	0,57	0,30	1,28	0,11	-	6,09
16	Арбат Престиж	28	193	-	-	1К 06 IFRS(неауд.)	-	0,2%	-17,4%	-0,8%	5,02	1,31	-	-	-	0,28	0,74	0,89	1,11	38,06	3,15
17	Единая Европа	41	210	43%	11%	1П 06 Упр.отч.	-	10,5%	9,6%	6,4%	3,80	3,48	-	-	-	0,68	0,55	0,24	0,17	64,63	2,08
18	Дикая Орхидея	110	69	44%	-8%	2005 Упр.отч.	-	12,8%	12,1%	5,0%	5,85	2,30	0,14	0,55	0,23	0,61	0,46	2,03	0,15	17,89	3,86
19	Лаверна (с НДС)	8	451	21%	50%	1П 06 Упр.отч.	-	7,1%	6,6%	4,4%	3,21	4,05	0,10	-	-	0,68	0,40	1,56	0,19	94,73	2,31
20	Топ-Книга	296	150	64%	210%	1П 06 Упр.отч.	-	5,3%	3,7%	0,7%	2,33	1,50	-	-	-	0,79	0,53	1,74	0,03	39,09	2,18
21	Инком-Авто	12	374	35%	20%	2005 Упр.отч.	-	4,8%	4,2%	1,6%	3,87	1,74	-	4,12	0,01	0,70	0,61	2,47	0,09	55,98	6,68
22	Автомир	15	772	18%	-58%	1П 06 Упр.отч.	-	3,3%	3,0%	1,8%	3,40	2,43	-	1,24	0,03	0,64	0,47	1,13	0,07	100,13	4,57
23	Евросеть*	3111	1887	128%	385%	IFRS2005 (Предв.)	-	4,0%	-	2,2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
24	Техносила	52	601	19%	7%	2005 Упр.отч.	-	7,5%	6,2%	5,0%	3,09	-	-	-	-	0,58	0,38	1,53	0,11	236,64	2,54
Среднее по непродуктовым сетям		-	-	46%	77%	-	-	6,2%	3,5%	2,9%	3,82	2,40	0,12	1,97	0,09	0,62	0,52	1,45	0,24	-	3,42

"-" - нет данных, незначительный показатель, отрицательный коэффициент

Источник: данные компаний, оценка Банка Зенит

Ввиду того, что розничные операторы, не подготавливающие консолидированной отчетности по международным стандартам, представляют данные, рассчитанные в российских рублях, мы в целях обеспечения сопоставимости привели все показатели к единой валюте. Показатели Отчетов о прибылях и убытках эмитентов конвертированы в доллары США на основе среднего валютного курса за каждый отчетный период. Бухгалтерских балансов – на основе курса на конец каждого отчетного периода.

При переводе прогнозных рублевых показателей в доллары США, мы используем усредненный валютный курс в 26.5руб./1 USD.

Методика расчета EBITDA, применяемая Банком Зенит, отличается от методик, используемых компаниями, в связи с чем официальные показатели могут не совпадать с расчетными. EBITDA рассчитывается как «чистая прибыль + налог на прибыль + финансовые расходы – финансовые доходы + амортизация», при этом из показателя вычитается инвестиционный доход/убыток в случае его наличия.

*По Евросети за 2005 г. мы приводим оценочные показатели.

Пятерочка, основанная в 1999 г., к концу первого года деятельности объединяла лишь 16 магазинов в Санкт-Петербурге. За шесть лет существования на рынке она превратилась в крупнейшую продуктовую розничную сеть, работающую в формате «мягкого дискаунтера» и характеризующуюся широкой региональной экспансией - на 30 июня 2006 г. под единым брэндом работали 870 магазинов (391 – в собственности и 479 - по франшизе) в 20 городах России, Украины и Казахстана. Основные рынки - Москва и Санкт-Петербург (47% и 53% выручки за 2005 г. соответственно). Что касается магазинов, работающих по системе франчайзинга, то их выручка не включается в выручку Пятерочки. Компания получает фиксированную комиссию при открытии магазинов под своим брэндом и ежемесячный фиксированный процент от валовых продаж (1.3%).

Перекресток – до объединения четвертая крупнейшая розничная продуктовая сеть по выручке после Магнита, Метро и Пятерочки и лидер в сегменте супермаркетов, как по обороту, так и количеству магазинов: \$1.015 млн. и 115 магазинов на конец 2005 г. Основанная Альфа Групп в 1995 г. компания работает в трех форматах: магазин у дома, супермаркет и гипермаркет. На магазины, работающие в формате «супермаркет» приходится более 70% совокупной выручки, на оставшиеся два – по 15%. Основным рынком является Московский регион, в котором расположено более 60% магазинов и на который приходится больше половины всей выручки. В отличие от Пятерочки Перекресток не ставит своей целью агрессивное развитие франчайзинговой сети – так, на конец первого квартала текущего года сеть объединяла 127 собственных магазинов в 14 российских регионах и лишь 9 магазинов, работающих по франчайзингу в Московской области.

За период с 2002 по 2005 г. средние темпы роста выручки **Пятерочки** составили 40%, опередив средневзвешенный 27% рост розничного продовольственного рынка. На протяжении последних четырех лет Пятерочка являлась самым рентабельным оператором розничного рынка, что, на наш взгляд, объясняется эффективным контролем общих, коммерческих и административных затрат, доля которых в выручке в среднем составляла 13% по сравнению с 25% у Седьмого Континента и Перекрестка, а также низкими финансовыми расходами ввиду незначительной долговой нагрузки. Соотношение долг/ЕБИТДА в 2005 г. находилось на минимальном уровне в 1.4, уступая лишь показателю Седьмого Континента 1.2. В 2005 г. темпы роста выручки значительно сократились до 23%, что компания объяснила снижением продаж на московском рынке. Тем не менее, уже в первом квартале текущего года компания вышла на прежние темпы роста в 41% относительно показателя первого квартала 2005 г. Однако это не нашло отражения в показателях рентабельности ввиду 75%-ного роста операционных расходов и пятикратного увеличения финансовых платежей, в результате чего рентабельность ЕБИТДА снизилась до 11% с 11.5%, а чистая рентабельность до 4.8% с 7.2% в первые три месяца 2005 г.

Средние темпы роста **Перекрестка** опередили динамику рынка, составив 65% за период с 2003 по 2005 г. на фоне активной экспансии сети. В 2005 г. выручка выросла на 54%, однако более агрессивный рост операционных затрат, составивший 60%, привел к снижению рентабельности ЕБИТДА до 7.6% с 8% годом ранее. По прогнозам компании, выручка сети в текущем году может составить до \$1.5 млрд., что на наш взгляд, вполне реально, принимая во внимание 45%-ный рост продаж в первом квартале, который традиционно является наименее агрессивным у сетевых ритейлеров.

Пятерочка

IFRS Пятерочка \$ млн	2005	1 пол. 2006
Выручка	1 359,3	1 580,8
ЕБИТ	133,7	122,0
ЕБИТДА	159,5	152,9
Чистая прибыль	91,2	62,2
СФО	171,4	36,6
Капитальные затраты	(165,2)	(72,6)
Активы	668,0	4 148,5
Собственный капитал	195,8	2 842,9
Долг	226,8	818,2

IFRS Перекресток \$ млн	2 005	1 кв. 2006
Выручка	1 014,8	323,4
ЕБИТ	52,6	17,9
ЕБИТДА	76,7	25,6
Чистая прибыль	29,1	10,9
СФО	40,2	11,8
Капитальные затраты	(147,9)	(24,7)
Активы	559,5	580,1
Собственный капитал	182,0	199,6
Долг	196,7	200,8

Источник: данные компаний, оценка
Банка Зенит



18 мая 2006 г. было официально объявлено о сделке по объединению Перекрестка и Пятерочки, в результате которой был создан крупнейший оператор розничного продуктового рынка с совокупной выручкой за 2005 г. в размере \$2.37 млрд. Объединенная **Пятерочка** (недавно было утверждено новое название холдинга – **X5 Retail Group N.V.**) вышла на первое место в отрасли, оставив Магнит на второй позиции. Консолидированный прогноз выручки на 2006 г. свыше \$3 млрд. и около \$6 млрд. в 2008 г. Совокупная оценочная доля компании достигла 10 – 15% организованного розничного продуктового рынка Москвы, и 25 – 35% рынка Санкт-Петербурга.

При этом в краткосрочной перспективе унификация форматов торговли не планируется. Компании продолжают работать под собственными хорошо известными брендами, объединив лишь системы логистики и выработав единую закупочную политику, что должно иметь позитивные эффекты экономии на масштабах и синергии. По прогнозам компании экономия в связи с более выгодной закупочной политикой составит в пределах \$85 млн. в 2008 г

Сразу после заключения сделки компания привлекла синдицированный кредит в объеме \$800 млн. на три года, разделенный на три транша. Ставка по траншам на \$300 млн. и \$150 млн. составляет LIBOR+2.25% годовых, по оставшимся \$350 млн. - LIBOR+2.5% годовых в течение первого года с даты заключения кредитного договора, далее - LIBOR+3% годовых. Из привлеченной суммы кредита \$300 млн. было направлено на расчеты с Альфа-Групп за объединение с Перекрестком, \$150 млн. - на рефинансирование его долгов. Оставшиеся \$350 млн. компания планировалось направить на развитие бизнеса розничной сети. В текущем году Перекресток намерен открыть не менее 40 собственных магазинов, а Пятерочка - не менее 130 (69 в Москве и 61 в Санкт-Петербурге). По заявлению руководства компании, из привлеченных 800 млн. долл. синдицированного кредита, на настоящий момент не использовано 200 млн. долл. При этом было заявлено намерение выкупить первый выпуск облигаций (1.5 млрд. руб.) в связи с высокой стоимостью обслуживания.

Объем продаж объединенной компании за год вырос на 43.4% по сравнению с показателем (про-форма) за аналогичный период прошлого года. Валовая рентабельность выросла до 26.6%, что значительно превышает показатели Магнита (17.6%) и Дикси (17.9%) за аналогичный период. В то же время рост общих, коммерческих и административных затрат опередил рост выручки на фоне значительного увеличения арендных платежей и расходов на рекламу. В результате, рост EBITDA составил 28%, а рентабельность снизилась до 9.7% с 10.2% годом ранее, что практически соответствует уровню Магнита (9.2%) и в два раза превышает Дикси (4.1%). Чистая прибыль снизилась на 8.6% в виду двукратного увеличения процентных платежей и повышения эффективной налоговой ставки. Таким образом, компания зафиксировала достаточно значительное снижение чистой рентабельности с 6.2% до 3.9%.

Объединение сетей, с одной стороны, привело к возникновению крупнейшего по розничному обороту оператора, а с другой, к снижению рентабельности ввиду менее эффективного контроля затрат Перекрестка и более высоких финансовых отчислений. За отчетный период в два с половиной раза снизилось процентное покрытие (EBIT/Процентные расходы) до 4.5 по сравнению с про-форма показателем за аналогичный период 2005 г. Кроме того, привлечение синдицированного кредита значительно увеличило долговое бремя объединенной компании. По результатам первого полугодия совокупный долг составил 818 млн. долл., долг/EBITDA - 2.7. На конец текущего года прогнозируется покрытие долга за счет EBITDA на уровне до 3.0 (наша оценка 3.7), в 2007 г. его снижение до 3.0, а затем стабилизация на уровне 2.5.

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,71	0,29	0,31	2,90
Debt ratio	0,34	1,10	0,20	2,53
Current ratio	0,78	0,12	0,63	0,00
Cash ratio	0,25	3,00	0,09	1,05
CCC	-12,44	3,00	-15,45	3,00
Рентабельность				
Net Margin	6,7%	1,77	3,9%	1,09
EBITDA Margin	11,7%	0,95	9,7%	0,53
Operating Margin	10,1%	1,02	7,4%	0,48
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	1,42	3,00	2,68	2,32
CFO/Total debt	0,76	3,00	0,09	0,00
EBIT interest coverage	9,90	3,00	4,52	1,66
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,23	3,00	0,43	3,00
Динамика операционной прибыли	0,42	3,00	0,23	2,87
Оценка надежности		2,02		1,65

Учитывая лидирующие позиции Пятерочки и Перекрестка, сильные бренды в сегменте «дискаунтер» и «супермаркет», бурный рост и высокую фрагментированность отечественного розничного рынка, на наш взгляд, компания имеет все шансы еще больше укрепить свои позиции за счет дальнейшего продвижения в регионы и мультиформатной организации деятельности, позволяющей ориентироваться на потребителей с различными уровнями доходов. Тем не менее, агрессивная региональная экспансия может повлечь значительный рост капитальных затрат и увеличение уже достаточно высокого долгового бремени, для покрытия которого генерируемые собственные денежные потоки могут оказаться недостаточными.

В то же время риски чрезмерного роста капвложений в покупку новых сетей для Пятерочки отчасти сглаживаются наличием разветвленной франчайзинговой сети, что ставит компанию в более выгодные условия при совершении сделок по выкупу региональных операторов. Компания имеет возможность оценить деятельность той или иной локальной сети, работающей в рамках франшизы, и выкупить наиболее прибыльные и перспективные из них, тем самым, исключив риск неэффективных инвестиций. Недавно компания заявила, что до конца 2007 г. планирует выкупить часть своей франчайзинговой сети.

Кредитный вывод: уровень, на котором торгуется более ликвидный второй выпуск, на наш взгляд, соответствует достаточно оптимистичным оценкам кредитного качества компании. Мы полагаем, что обнародованные в сентябре данные за первое полугодие текущего года, достаточно близкие ранее озвученным прогнозам, были полностью учтены в ценах бумаг, и поэтому не повлекли каких-либо существенных изменений в доходности. Таким образом, с нашей точки зрения, потенциал сужения спреда к ОФЗ фактически исчерпан. Средняя доходность, с которой торговались облигации Пятерочки в течение последнего месяца составила 8.3% к погашению в 2010 г., что представляет спред в **200 б. п.** к ОФЗ, который, с нашей точки зрения, является справедливым и адекватно отражает кредитное качество компании.

В 2005 г. **Магнит** занимал первую среди розничных сетей позицию, как по объему выручки (\$1578 млн.), так и по количеству магазинов: 1500, из которых около 90% находится в аренде, что объясняет достаточно высокую долю арендных платежей в расходах - более 20%. Компания начала деятельность в 1994 г. как поставщик парфюмерии, косметики и бытовой химии, а на настоящий момент представлена в 44 российских регионах. В Москве и Санкт-Петербурге позиция достаточно слабые - львиная доля выручки приходится на региональный рынок. В текущем году Магнит намерен открыть 400 магазинов в формате дискаунтера и расширить сеть до 1918 объектов, а также начать строительство десяти гипермаркетов.

Магнит стал третьей розничной сетью, реализовавшей привлечение капитала через IPO. В результате первичного размещения дополнительного выпуска акций, а также акций существующих акционеров в апреле текущего года было привлечено в совокупности \$368 млн., при этом непосредственно в компанию поступило \$190 млн., которые руководство планировало направить на дальнейшее расширение сети (\$40 млн. - в сеть гипермаркетов, \$50 млн. - в дискаунтеры), улучшение логистики (\$30 млн.), переоборудование магазинов, а также приобретение магазинов в собственность (\$60 млн.)

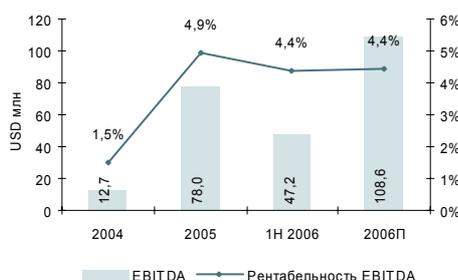
До 2005 г. Магнит работал исключительно в формате «жесткого дискаунтера», но в прошлом году был сделан первый шаг к переходу на мультиформатность: было открыто три супермаркета, и недавно компания заявила о том, что начинает развивать и гипермаркеты площадью 5-12 тыс. кв.м. К концу 2007 г. Магнит рассчитывает расширить сеть до 12-15 гипермаркетов и более чем 30 супермаркетов. Супермаркеты и гипермаркеты будут открываться в тех городах, где уже присутствуют дискаунтеры сети. Мы позитивно оцениваем такую стратегию развития, поскольку компании будет гораздо проще привлекать регионального покупателя в новые форматы, чем московским сетям, которые не столь известны в регионах. Завоевание рынков Москвы и Санкт-Петербурга в планы компании не входит.

Магнит

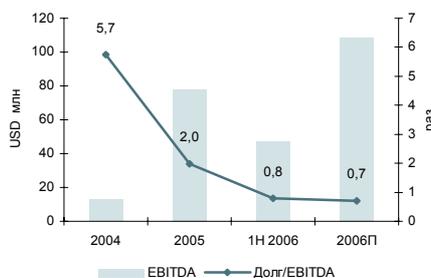
IFRS Финансовые показатели, \$ млн	2005	1 пол. 2006
Выручка	1577,7	1074,0
ЕБИТ	62,9	35,4
ЕБИТДА	78,0	47,2
Чистая прибыль	36,8	20,9
СФО	33,4	7,8
Капитальные затраты	(78,3)	(87,1)
Активы	407,6	588,6
Собственный капитал	49,2	258,9
Долг	154,2	75,4

Источник: данные компании, оценка
Банка Зенит

Динамика ЕБИТДА и рентабельности ЕБИТДА



Динамика ЕБИТДА и Долг / ЕБИТДА



Увеличение количества магазинов на 48% и рост притока покупателей на 71% в прошлом году обусловило 86% рост выручки. Хотя темпы развития сети останутся достаточно высокими и в текущем году, тем не менее, по прогнозам компании начнется их постепенное замедление в связи с тем, что основное внимание будет сфокусировано не на количественных, а на качественных показателях деятельности. Недавно Магнит представил финансовые результаты за первое полугодие текущего года.

Прогноз компании по выручке на текущий год (\$2.017 млрд.), как мы полагаем, будет превышен, учитывая 54.8% рост за последний отчетный период. По нашим прогнозам, выручка в текущем году должна приблизиться к \$2.4 млрд. При этом наиболее позитивным моментом в отчетности стал рост показателей рентабельности, в особенности на фоне общерасовой тенденции снижения эффективности в силу роста капитальных затрат. Рентабельность по валовой прибыли выросла до 17.6% с 14.3%, по ЕБИТДА – до 4.4% с 2.4%, по чистой прибыли – до 1,9% с 0,6% за первое полугодие предыдущего года. На основе предварительных данных чистая выручка компании за девять месяцев выросла на 55.8% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и составила \$1735 млн. Росту продаж в первую очередь способствовало открытие 261 магазина (по результатам девяти месяцев сеть объединяет 1761 торговых точек) и рост посещаемости магазинов на 38%. Кроме того, положительное влияние на динамику продаж оказало увеличение размера среднего чека в ранее работавших магазинах на 12.3%, обусловившее рост продаж like-for-like на 15.6%.

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,88	0,00	0,56	1,27
Debt ratio	0,38	0,72	0,13	3,00
Current ratio	0,93	0,74	1,38	2,51
Cash ratio	0,17	2,49	0,07	0,87
CCC	7,43	2,89	14,53	2,79
Рентабельность				
Net Margin	2,3%	0,69	1,9%	0,60
EBITDA Margin	4,9%	0,00	4,4%	0,00
Operating Margin	4,0%	0,00	3,4%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	1,98	3,00	0,80	3,00
CFO/Total debt	0,22	1,17	0,21	1,07
EBIT interest coverage	4,88	1,76	5,56	1,93
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,86	3,00	0,55	3,00
Динамика операционной прибыли	6,10	3,00	2,16	3,00
Оценка надежности		1,50		1,77

Перспективы роста у Магнита, как и у Пятерочки, достаточно хорошие. Формат «дискаунтера» в силу его экономичности является наиболее востребованным и популярным в регионах, учитывая более низкий уровень доходов. Присутствие компании в пяти из семи федеральных округов, сильный брэнд, наряду со стратегией открытия магазинов в небольших городах с населением менее 500 тыс. жителей обеспечат ей стабильные темпы роста. Совершенствование системы логистики (строительство собственных распределительных центров) позволит оптимизировать транспортные издержки, а выкуп площадей будет способствовать снижению расходов на аренду, что в совокупности приведет к росту эффективности.

Кроме того, на наш взгляд, Магнит характеризуется более привлекательным кредитным качеством относительно Пятерочки в силу более низкой долговой нагрузки. Если у Пятерочки в первом полугодии 2006 г. на фоне снижения рентабельности EBITDA качество покрытия долга ухудшилось (соотношение Долг/EBITDA выросло до 2.7), то у Магнита при трехкратном росте EBITDA показатель Долг/EBITDA, напротив, снизился до 0.8 с 1.9, несмотря на размещение облигационного займа на млрд. руб. Данный уровень покрытия долга является самым высоким в секторе.

Кредитный вывод: принимая во внимание сопоставимый масштаб бизнеса Пятерочки и Магнита, разнонаправленную динамику эффективности компаний (рентабельность Пятерочки в первом полугодии снизилась относительно аналогичного периода прошлого года, а у Магнита, напротив, выросла), а также значительно более привлекательное кредитное качество Магнита в виду чрезвычайно низкой долговой нагрузки, мы полагаем, что облигации Магнита торгуются на завышенном уровне по доходности к Пятерочке и видим потенциал **сужения спреда к ОФЗ на 30-50 б.п.** В среднем доходность облигаций Магнита за последний месяц составила 8.36% к погашению в 2008 г. при спреде в 250 б.п. На наш взгляд бумаги Магнита с учетом более короткой дюрации должны торговаться со спредом в 200 – 210 б.п. к ОФЗ.

Копейка работает в формате «мягкого» дискаунтера и в 2005 г. по выручке (\$574.8 млн.) занимала четвертое место среди «дискаунтеров» после Магнита, Пятерочки и Дикси. За первый квартал текущего года рост выручки составил 52% (\$208.5 млн.) при годовом прогнозе в \$1200 млн. Компания была основана в 1993 г. как оптовый поставщик импортных продуктов питания, а первый магазин розничной торговли был открыт в 1998 г. Средние темпы роста сети за последние четыре года составили 50%, выручки - 57%. На конец прошлого года сеть объединяла 118 магазинов, а на конец сентября текущего года количество магазинов под управлением составило 266.

Исторически ключевым рынком компании является Москва (71% совокупных продаж в 2005 г.) и Московская область (19%). С одной стороны, нельзя не отметить сильные позиции компании на наиболее развитом московском рынке. С другой, очевидны недостатки столь узкого рыночного присутствия. В силу наиболее высоких доходов населения в столичном регионе возможен отток покупателей в магазины более дорогого формата, а моноформатность сети (дискаунтер и супер-дискаунтер) не позволит компании своевременно отреагировать, предложив потребителям товары и услуги более высокого качества и расширив их ассортимент. Другим недостатком, на наш взгляд, является то, что решение о выходе на региональные рынки (Центральный и Приволжский регионы) было принято лишь в 2004 г. К этому времени многие конкуренты аналогичного формата уже закрепились в регионах - либо приобрели локальные сети, либо заключили с ними франчайзинговые соглашения, выстроив системы дистрибуции и логистики. Чтобы не утратить свои позиции на рынке и лояльность потребителей компания планирует сделать основной упор на развитие региональной франшизы, на которую приходилось лишь 6% от общего количества магазинов на конец апреля 2006 г. Условия франшизы предусматривают консолидацию показателей франшизополучателя в отчетность Копейки, при этом франшизополучатель получает комиссию в размере 13.5% от чистой выручки магазина для покрытия операционных затрат.

Копейка

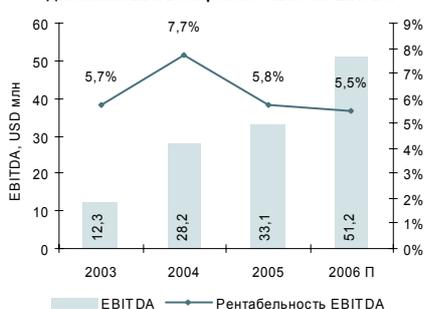
IFRS

Финансовые показатели,

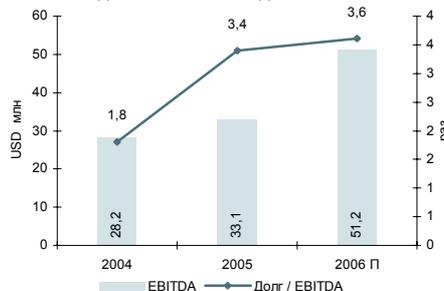
\$ млн	2004	2005
Выручка	365,8	574,8
ЕБИТ	22,6	24,7
ЕБИТДА	28,2	33,1
Чистая прибыль	15,2	9,3
CFO	13,7	23,9
Капитальные затраты	(38,7)	(84,8)
Активы	233,3	322,2
Собственный капитал		141,2
Долг	50,8	112,3

Источник: данные компании, оценка
Банка Зенит

Динамика ЕБИТДА и рентабельности ЕБИТДА



Динамика ЕБИТДА и Долг/ЕБИТДА



Франшиза в регионы и рост конкуренции потребуют значительных капитальных затрат, доля которых в выручке была весьма существенной уже в 2005 г. 15% по сравнению с 5% у Магнита. Покрытие капитальных затрат ЕБИТДА у Копейки также не говорит в пользу компании – в 2005 г. показатель составлял лишь 40% на фоне практически 100% соотношения у Пятерочки и Магнита. Что касается операционной эффективности, то дальнейший рост затрат, обусловленный увеличением арендных платежей, привел к снижению рентабельности ЕБИТДА в 2005 г. практически до уровня 2003 г. в 5.7%. На снижение чистой рентабельности существенно повлияло увеличение эффективной налоговой ставки и четырехкратный рост финансовых отчислений на фоне увеличения абсолютного показателя долговой нагрузки до \$117.2 млн. Чистая рентабельность упала до 1.6% по сравнению с 4.2% годом ранее, что ниже уровня Магнита, традиционно считавшегося наименее рентабельным среди продуктовых ритейлеров.

В начале текущего года Копейка разместила второй выпуск облигаций объемом 4 млрд. руб. Около 50% средств компания направила на рефинансирование текущего долга и погашение выпуска кредитных нот, оставшиеся 50% – на дальнейшее развитие торговой сети. В итоге совокупный долг на конец года может составить \$185 млн., а соотношение долг/ЕБИТДА еще больше возрасти с 3.4 в 2005 г

	2005	
	К	Оценка
Структура капитала		
Leverage ratio	0,56	1,25
Debt ratio	0,35	1,01
Current ratio	0,43	0,00
Cash ratio	0,06	0,61
ССС	-11,01	3,00
Рентабельность		
Net Margin	1,6%	0,52
ЕВИТДА Margin	5,8%	0,00
Operating Margin	4,6%	0,00
Адекватность денежных потоков		
Total debt/ЕВИТДА	3,40	1,60
СFO/Total debt	0,21	1,13
ЕВИТ interest coverage	2,89	1,24
Динамика финансовых показателей		
Динамика выручки	0,57	3,00
Динамика операционной прибыли	0,29	3,00
Оценка надежности		1,26

В 2005 г. 97% совокупных обязательств компании приходилось на текущие обязательства, и значительные потребности в капитальных затратах финансировались за счет краткосрочного долга. В 2006 г. структура кредитного портфеля компании изменилась в сторону увеличения «длинных» денег, что должно снизить стоимость обслуживания долга и улучшить качество портфеля по срочности. Однако операционные денежные потоки компании хотя и останутся стабильными, тем не менее, не будут достаточными для покрытия значительных потребностей в капитальных затратах, и в обозримом будущем компания продолжит генерировать отрицательные свободные денежные потоки. Так, в 2005 г. операционные денежные потоки были достаточными лишь для покрытия 28% капитальных затрат, тогда как у Магнита этот показатель составлял 43%, а у Пятерочки операционные денежные потоки перекрывали капитальные расходы.

Недавно появилась информация, что ФК Уралсиб, владеющая 50% акций Копейки может выкупить оставшиеся 50% у основателей и топ-менеджеров сети, и после этого розничная сеть может быть продана стратегическому инвестору. Заинтересованность в покупке Копейки выражала Пятрочка еще до слияния с Пекрекрекстком. Этот интерес сохранился и у X5 Retail Group. 50% акций сети оцениваются в \$600 млн. С нашей точки зрения, потенциально данная сделка должна иметь позитивные последствия для Копейки с точки зрения снижения кредитных рисков и сужения спрэдов к ОФЗ и Пятерочке. Тем не менее, здесь следует сделать оговорку, что эта сделка является лишь гипотезой, и в ближайшее время мы не видим торговой идеи в облигациях Копейки, поскольку на настоящий момент нет никакой уверенности, что сделка будет когда-либо заключена.

Кредитный вывод: принимая во внимание невпечатляющую динамику финансовых показателей, рост инвестиционных потребностей на региональную экспансию, вероятно, приведет к росту долговой нагрузки. Учитывая также последнюю новость касательно переноса IPO на 2008 г., мы не ожидаем снижения доходности по облигациям второго выпуска. Следует отметить, что перспектива скорого IPO фактически была ключевым фактором, позволявшим рассчитывать на сужение спрэдов. Отсрочка IPO предполагает, что, во-первых, компания в ближайшие полтора-два года в качестве внешних источников будет использовать исключительно долговое финансирование, что может увеличить стоимость обслуживания долга, а во-вторых, финансовая прозрачность компании не повысится, и ожидать отчетности по международным стандартам на ежеквартальной основе в ближайшее время не следует. Таким образом, среднемесячный спред к ОФЗ в **320 б.п.**, является справедливым и отражает риски, присущие компании.

Дикси была основана в 1993 г. в Санкт-Петербурге как оптовый поставщик продуктов питания. На рынок розничной торговли компания вышла в 1999 г., а на конец 2005 г. сеть объединяла 218 магазинов. По результатам прошлого года Дикси является третьей компанией (оценка - \$857 млн.) по товарообороту среди дискаунтеров. Формат «дискаунтера» у компании представлен в трех подформатах: универсам, магазин у дома и гипермаркет. Основные регионы деятельности сети - Центральный, Северо-Западный и Уральский, при этом закупочная политика децентрализована и проводится независимо в каждом из регионов, что ограничивает возможности компании по обеспечению более выгодных закупочных цен за счет масштабов. Основное количество магазинов расположено в Москве и области (45%), а также в Санкт-Петербурге (34%). Структура компании относительно прозрачная: «Юнилэнд-Холдинг» владеет 100% капитала всех компаний, входящих в Группу, а сам через кипрскую Dixy Holding принадлежит материнской Dixy Retail Ltd., контролируемой в свою очередь основателями и менеджерами (66.5%) и иностранными частными фондами прямых инвестиций (33.5%). Компания заявила о своем намерении провести в текущем году IPO, разместив на LSE до 30% акций.

Дикси лишь недавно представила консолидированную отчетность за 2005 г. Промедление было вызвано разногласиями с аудитором относительно подхода при учете долга компании, куда последний включает опцион «put» на принадлежащие иностранным инвесторам 33.5% пакет акций. Опцион должен быть выполнен в случае, если Дикси не выйдет на IPO до апреля 2009 г. Мы, со своей стороны, придерживаемся менее консервативной точки зрения и не учитываем put option в составе долга, поскольку считаем первичное размещение акций до указанного срока вполне реальным, и, кроме того, принимаем во внимание отсутствие фактических процентных платежей по данному инструменту. На следующий день после публикации финансовой отчетности Дикси заявила о намерении разместить 23% акций на общую сумму \$300-400 млн. на российской торговой площадке в апреле 2007 г., из которых 13% продаст Citigroup, а 10% акций придется на допэмиссию. Таким образом, непосредственно в компанию будет привлечено лишь \$150-200 млн., которые Дикси намерена направить на ребрендинг сети и ее реорганизацию в сеть недорогих супермаркетов. В этой связи можно сделать вывод, что средства, привлеченные в результате IPO, не будут направлены на сокращение долговой нагрузки, которая является весьма существенной на основе выборочных данных за девять месяцев текущего года.

Дикси

IFRS		
Финансовые показатели, \$ млн		
	2004	2005
Выручка	564,5	858,7
ЕВIT	16,5	23,20
ЕВITDA	20,8	31,7
Чистая прибыль	11,41	17,94
CFO	12,3	34,57
Капитальные затраты	(48,2)	(69,2)
Активы	170,6	300,9
Собственный капитал	9,7	6,4
Долг	23,3	99,9

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит



По результатам 2005 г. фактический рост выручки полностью соответствовал запланированному на уровне 52% (\$858.7 млн.). На текущий год компания прогнозирует 67% рост продаж, который, судя по всему, она намерена обеспечить за счет открытия 66 магазинов в четвертом квартале. Всего же за истекшие девять месяцев был открыт 61 магазин, а капитальные затраты составили \$98 млн. при планируемых на весь год \$210 млн. Таким образом, мы не исключаем, что оставшиеся запланированные инвестиции в размере порядка \$100 млн. могут быть частично профинансированы за счет увеличения кредитного плеча, поскольку собственных денежных потоков компании будет явно недостаточно (так, за девять месяцев операционные потоки компании составили лишь \$35 млн.). До 2010 г. темпы роста планируется поддерживать не ниже 44% (прогнозная выручка в 2010 г. \$5.3 млрд.), что будет сопровождаться агрессивной экспансией сети, которую компания намерена увеличить в шесть раз до 1340 торговых объектов. По результатам 2005 г. Дикси является самым малоэффективным продуктовым ритейлером – рентабельность ЕВITDA составила 3.7% против среднего в 9.2%. По результатам управленческой отчетности за девять месяцев показатель остался без изменений, и мы не прогнозируем его роста по результатам финансового года в связи со значительными затратами, связанными с планируемым открытием большого количества магазинов в последнем квартале. Лишь к 2010 г., согласно прогнозам компании, рентабельность ЕВITDA возрастет до 7.8%, что по-прежнему ниже текущего среднеотраслевого показателя.

	2004		2005	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,94	0,00	0,98	0,00
Debt ratio	0,14	3,00	0,33	1,18
Current ratio	0,92	0,67	0,64	0,00
Cash ratio	0,13	1,77	0,15	2,13
CCC	5,09	2,93	2,00	2,97
Рентабельность				
Net Margin	2,0%	0,62	2,1%	0,63
ЕВITDA Margin	3,7%	0,00	3,7%	0,00
Operating Margin	2,7%	0,00	2,7%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/ЕВITDA	1,12	3,00	1,58	3,00
СFО/Total debt	0,53	3,00	0,46	3,00
ЕВIT interest coverage	11,12	3,00	5,57	1,93
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,53	3,00	0,52	3,00
Динамика операционной прибыли	0,34	3,00	0,50	3,00
Оценка надежности		1,85		1,60

Долг по результатам девяти месяцев составил \$236 млн., покрытие долга ЕВITDA ухудшилось до 6.2 с 3.2 на конец прошлого года. Исходя из запланированных темпов роста продаж в текущем году, уровня рентабельности по ЕВITDA в 3.6-3.7%, а также потенциального увеличения кредитного плеча для осуществления инвестиций (компания запланировала их трехкратный рост по сравнению с 2005 г.), мы оцениваем соотношение Долг/ЕВITDA на уровне 5.9 – 6.0 по результатам года.

В июле компания объявила о намерении разместить второй облигационный заем в размере 4 млрд. руб. С нашей точки зрения, размещение второго займа в текущем году было бы невыгодным для компании, учитывая достаточно высокую доходность, с которой торгуется первый выпуск.

Кредитный вывод: компания выглядит не очень привлекательно, как с точки зрения своевременности предоставления отчетности, так и с точки зрения финансового состояния. При этом положительный фактор масштаба бизнеса (по выручке эмитент входит в четверку крупнейших ритейлеров) полностью нивелируется самой низкой рентабельностью и значительным ростом долгового бремени. Кроме того, не следует упускать из вида достаточно высокой зависимости от рынка Москвы и Санкт-Петербурга, и не столь широкое региональное присутствие, как у Пятерочки и Магнита. В этой связи, учитывая запланированное увеличение сети, перед компанией встанет проблема значительного роста инвестиционных расходов, для финансирования которых потребуется увеличение кредитного плеча. Фактор запланированного на апрель 2007 г. IPO безусловно позитивно скажется на финансовой прозрачности компании. Однако, принимая в расчет планируемые к размещению пакеты акций, в компанию поступит лишь половина вырученных средств, и при этом практически весь объем будет направлен на ребрендинг и реорганизацию сети, а не на сокращение долгового бремени. Средняя доходность облигаций Дикси за последний месяц торгов. составила **10 %** годовых к погашению в 2011 г. (**380 б.п.** к ОФЗ) Таким образом, при близкой дюрации их спред к облигациям Пятерочки составляет порядка 160 - 180 б.п., что, на первый взгляд может показаться достаточно завышенным уровнем. Однако при более детальной оценке мы отмечаем, что он в полной мере отражает разницу в эффективности бизнеса компаний и учитывает существующий риск ухудшения кредитного качества Дикси.

Виктория – была основана в 1993 г. и изначально занималась оптовой торговлей продуктами питания в Калининграде. В 1998 г. компания открыла первый магазин мелкооптовой торговли, а с 2000 г. приступила к формированию мультиформатного бизнеса. На конец прошлого года розничная сеть объединяла более 130 магазинов, работающих в форматах магазин у дома (Квартал Виктория), дискаунтер (Дешево), супермаркет (Виктория) и cash&carry и была представлена в Москве, Калининграде, Санкт-Петербурге и прилегающих областях. По состоянию на 1 сентября текущего года сеть насчитывала 154 торговых объекта. С точки зрения региональной структуры продаж наиболее значительные доли выручки обеспечивают Москва (44%) и Калининград (47%), а в разрезе форматов – «магазин у дома» (64%). Ввиду более высокой доходности данного формата часть дискаунтеров, работающих под брэндом «Дешево» в текущем году планировалось перевести в формат магазина «Квартал Виктория». Помимо расширения собственной сети в ключевых регионах компания планирует развивать франчайзинговую сеть в Центральном и Приволжском ФО также в формате «магазин у дома».

С точки зрения финансовых показателей и наблюдаемой динамики Виктория выглядит весьма привлекательно. Во-первых, по результатам 2005 г. мы видим позитивный тренд рентабельности, что выгодно отличает эмитента от прочих сопоставимых ритейлеров второго и третьего эшелонов. Во-вторых, налицо достаточно низкая долговая нагрузка, и как следствие, хорошая способность компании обслуживать долг даже при условии дальнейших заимствований. Однако при этом следует избегать излишне оптимистичной оценки: отчетность все же является управленческой и показатели отчетности по РСБУ отдельных подразделений весьма далеки от агрегированных данных. Кроме того, пока мы располагаем данными только за 2005 г., в которых не учтен калининградский бизнес-сегмент, на который приходится 45% совокупного товарооборота группы. На наш взгляд, именно этот факт, наряду со сложной организационной структурой, представляет первостепенный риск для Виктории и обуславливает довольно высокую доходность выпуска относительно сопоставимых аналогов.

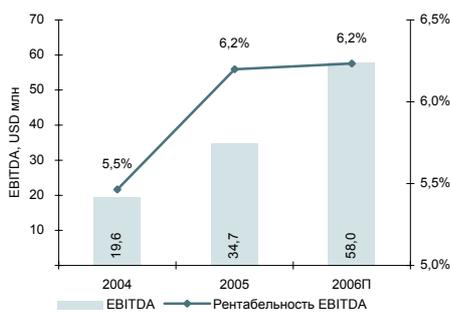
Для решения этой проблемы в текущем году Виктория проводит реструктуризацию в целях повышения эффективности управления, а также оптимизации и повышения прозрачности структуры бизнеса, в результате которой будут выделены четыре основные направления деятельности: магазины экономкласса, супермаркеты, недвижимость и закупочная деятельность. После завершения реструктуризации компания официально консолидирует отчетность всех основных подразделений, а именно включит показатели Калининградского подразделения, которые должны быть отражены в аудированной отчетности за 2006 г., публикация которой ожидается летом 2007 г. Мы полагаем, что по мере повышения прозрачности, оценка кредитных рисков Виктории будет все в большей степени основываться на финансовом состоянии, что должно позитивно отразиться на восприятии риска компании инвесторами.

Виктория

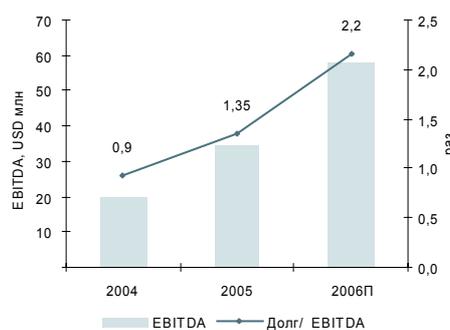
Упр. отч. Финансовые показатели, \$ млн	2004	2005
Выручка	358,2	559,9
ЕВИТ	14,8	28,1
ЕВИТДА	19,6	34,7
Чистая прибыль	11,6	22,5
СФО	18,1	19,3
Капитальные затраты	(23,5)	(45,5)
Активы	85,0	153,7
Собственный капитал	24,5	45,6
Долг	18,2	46,8

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика ЕВИТДА и рентабельности ЕВИТДА



Динамика ЕВИТДА и Долг/ЕВИТДА



Быстрый рост российского розничного рынка способствует увеличению оборотов: по итогам 2005 г. по сравнению с прошлым годом выручка выросла на 56% до \$560 млн., что соответствует средней динамике прочих розничных продуктовых сетей. По масштабам бизнеса Виктория наиболее сопоставима с Копейкой, отразившей аналогичные темпы роста в прошлом году (до \$575 млн.). Рентабельность Виктории по ЕВИТДА 6,2% соответствует аналогичному показателю Копейки (5,7%), при этом значительно опережает ее по чистой рентабельности в 4% против 1,6% соответственно. Следует отметить, что бизнес-стратегия Группы, направленная на расширение сети за счет увеличения более рентабельных «магазинов у дома» и супермаркетов в приоритетных регионах, может способствовать росту оборотов и рентабельности бизнеса в будущем.

В настоящее время долговая нагрузка Виктории является умеренной и находится на среднем для данного сегмента рынка уровне: доля долга в активах (debt ratio) в 2005 г. составила 30%. При этом, генерируемые денежные потоки позволяют демонстрировать высокие показатели покрытия долга: покрытие обязательств по кредитам и займам за счет EBITDA составляет 1.3, что в два раза превосходит среднеотраслевой уровень. Кроме того, следует отметить, что процентное покрытие за счет EBIT (14.34) является самым высоким среди розничных продуктовых сетей и превышает даже уровень Пятерочки, составивший в 2005 г. 9.9.

	2005	
	К	Оценка
Структура капитала		
Leverage ratio	0,70	0,31
Debt ratio	0,30	1,46
Current ratio	0,77	0,08
Cash ratio	0,11	1,38
CCC	-2,85	3,00
Рентабельность		
Net Margin	4,0%	1,11
EBITDA Margin	6,2%	0,00
Operating Margin	4,1%	0,00
Адекватность денежных потоков		
Total debt/EBITDA	1,35	3,00
CFO/Total debt	0,41	3,00
EBIT interest coverage	14,34	3,00
Динамика финансовых показателей		
Динамика выручки	0,56	3,00
Динамика операционной прибыли	0,85	3,00
Оценка надежности		1,72

Размещение облигационного займа, 50% средств от которого было направлено на рефинансирование текущего долга, не привело к ухудшению покрытия за счет EBITDA, которое, по нашим оценкам, осталось на прежнем уровне. Реализация инвестиционной программы на 2006 г. объемом порядка \$135 млн., что эквивалентно 15% прогнозной выручки (по сравнению с 8% в прошлом году), может потребовать новых займов и привести к росту долговой нагрузки. Так, недавно Виктория объявила решение о размещении второго выпуска облигаций на сумму 1.5 млрд. руб. В случае благоприятной рыночной конъюнктуры заем может быть размещен до конца текущего года. Учитывая, что большая часть задолженности была рефинансирована в результате размещения первого выпуска облигаций, 100% вновь привлеченных средств, скорее всего, будет направлено на развитие компании. В результате этого в абсолютном выражении долг возрастет в два с половиной раза до \$125 млн. на конец текущего года, а качество долгового покрытия снизится до 2.2. Тем не менее, данный уровень выглядит весьма привлекательно в сравнении с прогнозным показателем Копейки (3.6 в 2006 г.) и среднеотраслевым прогнозом в 4.0. С другой стороны, увеличение процентных платежей, обусловленное, существенным увеличением кредитного плеча, может оказать негативное влияние на чистую рентабельность.

Кредитный вывод: при сравнении с сопоставимой по масштабу и формату Копейкой мы отмечаем, с одной стороны, более высокую эффективность, а с другой, более низкую финансовую прозрачность из-за отсутствия консолидированной отчетности по международным стандартам, которая и обуславливает премию по доходности в 50 б.п. по бумагам Виктории к Копейке. Тем не менее, при условии подготовки консолидированной отчетности за 2006 г. данный негатив будет устранен, что обусловит более высокую инвестиционную привлекательность бумаг Виктории (в частности, готовящегося второго выпуска), относительно Копейки. Кроме того, фактор официальной консолидации всех направлений бизнеса в отчетность послужит дополнительным «плюсом» для кредитного качества компании. В течение последнего месяца облигации торговались с доходностью **9.7%** к оферте в 2007 г. (спрэд к ОФЗ **520 б.п.**) – в то же время, мы обращаем внимание на очень короткую дюрацию выпуска. На наш взгляд, справедливый спрэд Виктории к ОФЗ должен быть на 50-70 б.п. шире аналогичного спреда Копейки (320 б.п.). Таким образом, мы оцениваем справедливый спрэд на уровне 360-380 б.п.

Карусель - достаточно молодая компания, созданная акционерами Пятерочки как дополнительный проект к сети дискаунтеров. В 2004 г. перед проведением IPO Пятерочки проект был выделен в отдельное направление и открыт первый гипермаркет класса. В 2008 г. у Пятерочки существует возможность исполнить опцион на покупку 100% Карусели. В случае его исполнения (вероятность которого Карусель оценивает как весьма высокую) будет создана крупнейшая национальная мультиформатная сеть, представленная во всех основных рыночных сегментах: дискаунтер, супермаркет и гипермаркет. В настоящее время компания представлена лишь в Санкт-Петербурге, Москве и Нижнем Новгороде (всего 9 магазинов). К 2008 г. количество гипермаркетов планируется увеличить до 40, ежегодно открывая до 10 торговых объектов, что, по прогнозам компании, должно многократно увеличить выручку с \$84.3 млн. в 2005 г. до \$1.6 млрд.!!!

«Молодость» компании и впечатляюще агрессивные планы роста позволяют нам ее рассматривать как своего рода «венчурный проект», который пока не имеет аналогов на отечественном рынке розничного ритейла. Эмитент, по-своему уникален, поскольку концентрируется исключительно на формате продуктового гипермаркета, требующего наиболее существенных инвестиций в строительство и введение в эксплуатацию, а также наличия соответствующих земельных участков. Кроме того, Карусель не имеет никаких других бизнес-сегментов в структуре, которые могли бы на начальной стадии развития сети генерировать денежные потоки, отчасти направляемые в розничный сегмент (например, в отличие от АЛПИ, объединяющей помимо сети гипермаркетов и производственные сегменты). В связи с этим на данном этапе достаточно проблематично оценить реалистичность перспектив и заявленных планов и спрогнозировать сценарий дальнейшего развития.

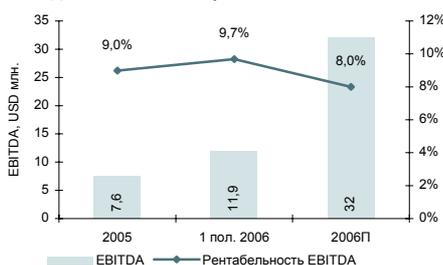
С определенной степенью уверенности мы можем говорить лишь о том, что планируемая агрессивная экспансия потребует значительных инвестиций, которые пока компания собственными силами осуществить не способна, что уже подтверждается высокой текущей долгой нагрузкой. Долг/ЕБИТДА составил 6.1 в первом полугодии 2006 г. что близко к уровню наиболее обремененной долгами Марты. На фоне трехкратного увеличения абсолютного показателя долгой нагрузки существенно снизилось процентное покрытие до 1.6 с 11.2 на конец 2005 г.

Карусель

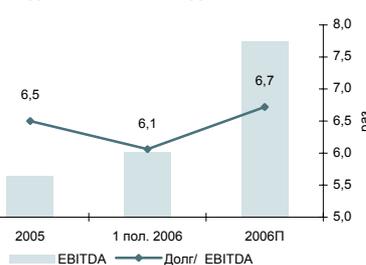
IFRS		
Финансовые показатели,	2005	1 пол. 2006
\$ млн		
Выручка	84,3	122,5
ЕБИТ	4,1	7,7
ЕБИТДА	7,6	11,9
Чистая прибыль	2,9	2,4
СФО	1,5	(21,1)
Капитальные затраты	(160,1)	(77,9)
Активы	284,2	399,7
Собственный капитал	191,7	210,9
Долг	49,2	143,8

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика ЕБИТДА и рентабельности ЕБИТДА



Динамика ЕБИТДА и Долг/ЕБИТДА



В 2005 г. Карусель отразила весьма высокую рентабельность ЕБИТДА на уровне 9% (11.7% у Пятерочки). Тем не менее за первое полугодие текущего года показатель снизился до 8%. В отношении дальнейшей динамики эффективности, мы, скорее всего, будем наблюдать понижательный тренд, как и у ряда прочих агрессивно развивающихся сетей. Карусель только приступает к экспансии, эффект которой еще не успел проявиться, но уже во втором полугодии двукратное расширение сети может обусловить неконтролируемый рост операционных затрат. В качестве сравнения мы можем привести Магнит, проводящий наиболее агрессивную региональную экспансию уже в течение ряда лет и характеризующийся одним из наиболее низких уровней рентабельности в секторе. Например, доля операционных затрат в выручке Магнита выросла с 12.7% в 2005 г. до 14.2% в первом полугодии 2006 г. То же самое можно сказать и о Карусели – с 16.4% до 20.5%.

Как мы говорили выше, одним из важных факторов для сети гипермаркетов является наличие земельных участков. В этом отношении позиции Карусели достаточно прочные: компания располагает значительным банком земельных участков общей площадью 700 тыс. кв.м., из которых 10% изначально находится в собственности. К 2007 г. эмитент планирует приобрести в собственность еще 15 земельных участков. Исходя из средней стоимости строительства одного гипермаркета в \$11-34 млн. (\$1350/1 кв.м.), общая сумма капитальных затрат в течение ближайших трех лет составит \$600-800 млн. При этом до 60% будет направляться на строительство торговых площадей, оставшаяся часть - на приобретение прав на земельные участки и оборудования. В текущем году совокупный размер инвестиций по прогнозам компании составит \$208 млн. При этом, если в нынешнем году около 58% капитальных затрат будет финансироваться за счет заемных средств, то к 2008 г. долю заемных средств в финансировании планируется сократить до 46%

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,33	2,83	0,47	1,85
Debt ratio	0,17	2,77	0,36	0,90
Current ratio	0,86	0,42	0,73	0,00
Cash ratio	0,20	2,87	0,11	1,50
ССС	39,08	2,44	35,32	2,50
Рентабельность				
Net Margin	3,5%	0,98	2,0%	0,61
ЕВITDA Margin	9,0%	0,40	9,7%	0,54
Operating Margin	5,1%	0,03	4,5%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/ЕВITDA	6,50	0,00	6,06	0,00
СFО/Total debt	0,03	0,00	-0,29	0,00
ЕВIT interest coverage	11,23	3,00	1,60	0,91
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	22,95	3,00	1,91	3,00
Динамика операционной прибыли	16,35	3,00	1,55	3,00
Оценка надежности		1,67		1,14

Привлеченные 3 млрд руб. планируется направить на рефинансирование краткосрочной задолженности (около 60%) и финансирование капитальных затрат (40%). По оценкам компании совокупный долг на конец 2006 г. составит в пределах \$215 млн. В текущем году компания ожидает увеличение выручки в четыре с половиной раза с \$84.3 млн. до \$400 млн. Принимая во внимание выручку за первое полугодие в размере \$122.5 млн., а также планируемое открытие еще девяти гипермаркетов до конца года, данный показатель является вполне достижимым. Таким образом, прогнозный Долг/ЕВITDA на конец текущего должен остаться на уровне 2005 г. (6.7). При этом на 2007-2008 гг. компания прогнозирует улучшение показателя покрытия долга за счет ЕВITDA не менее 3.5 (на основе чистого долга).

Кредитный вывод: неопределенность в отношении осуществимости заявленных планов, с одной стороны, и потенциальное снижение эффективности, которого, скорее всего, компании не удастся избежать, с другой, не позволяют нам оценить вероятность исполнения опциона на покупку сети Пятерочкой на уровне 100%. На наш взгляд, его исполнение будет напрямую зависеть от успешности стратегии Карусели. В связи с этим, мы рассматриваем Карусель как отдельный проект, не связанный с Пятерочкой. Хорошая текущая рентабельность, профессионализм менеджмента и банк земельных участков не перевешивают весьма высоких кредитных рисков. Значительное долговое бремя обуславливает достаточно высокую премию к Пятерочке и обосновывает доходность бумаг компании в диапазоне Аптек 36.6, также характеризующихся агрессивной финансовой политикой. На наш взгляд, спред в 410 б.п. к ОФЗ является справедливым и отражает высокие кредитные риски, присущие компании.

АЛПИ – Ассоциация торговых и агропромышленных организаций, объединяющая в рамках единой корпоративной структуры два блока: розничную торговлю и производство. В производственный блок, являющийся более рентабельным, наряду с пятью птицефабриками входит завод по производству комбикормов, фабрика по розливу воды и соков, предприятие, выпускающее полуфабрикаты из мяса птицы. На текущий момент АЛПИ является одним из крупнейших производителей мяса птицы в регионе, и значительная часть производимой продукции (около 47% по итогам 1 квартала 2006 г.) реализуется через собственную торговую сеть. Наличие собственного производства позволяет не только увеличивать ассортимент торговой сети, но и способствует росту рентабельности за счет более рентабельных private labels, долю которых в обороте к 2009 г. планируется значительно увеличить.

АЛПИ характеризуется самой высокой рентабельностью EBITDA по розничным сетям, составляющей 17.4% (против среднего в 2005 г. 9.7%). При этом, основной вес в рентабельности холдинга приходится на производственный блок – так, если валовая рентабельность по группе компаний превышает средний уровень по сектору (30% против 24.6% в 2005 г.), то аналогичный показатель по розничному направлению, напротив, ниже – 18.8%. Операционная рентабельность по розничному направлению в два раза ниже среднего уровня по сектору – 3.5% против 7.9%. Если говорить о возможных минусах наличия производственного блока, то, во-первых, компания вынуждена отвлекать часть средств от развития торговой сети на поддержку производственного комплекса, что может несколько замедлить проявление ожидаемого положительного эффекта масштаба, во-вторых, это несет дополнительные риски, связанные со спецификой отрасли птицеводства.

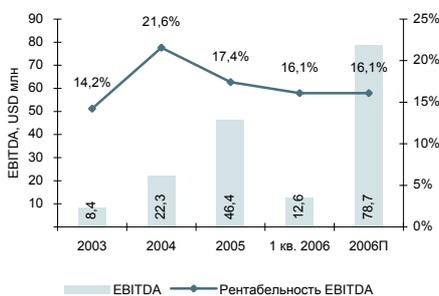
На торговую сеть, состоящую на конец первого полугодия из 19 гипермаркетов, пяти мини-гипермаркетов и 25 торговых точек по продаже мяса птицы и полуфабрикатов, приходится основная доля выручки. В первом квартале доля розничного направления (83%) возросла в два раза по сравнению с уровнем 2004 г. Почти все магазины розничной сети находятся в собственности, что снижает риск роста арендных платежей. В среднесрочной перспективе АЛПИ планирует расширять сеть гипермаркетов преимущественно за счет собственного строительства, а в долгосрочной не исключает продажи площадей с обратной арендой, что позволит ей получить дополнительные средства для региональной экспансии. Таким образом, помимо рисков, связанных с розничной и птицеводческой деятельностью, компания несет риски девелопера.

АЛПИ

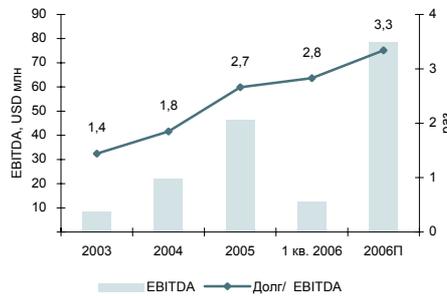
Упр. отч. Финансовые показатели, \$ млн	2005	1 кв. 2006
Выручка	266,4	78,0
ЕБИТ	39,5	10,4
ЕБИТДА	46,4	12,6
Чистая прибыль	33,9	7,1
СFO	16,4	2,1
Капитальные затраты	(111,2)	нд
Активы	268,0	297,1
Собственный капитал	70,8	80,1
Долг	123,5	142,1

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика EBITDA и рентабельности EBITDA



Динамика EBITDA и Долг/EBITDA



В настоящее время основным рынком АЛПИ является Красноярский край (17 магазинов, 82% торгового оборота по итогам 1 кв. 2006 г.). В то же время компания активно продвигается в соседние регионы: Томскую, Омскую и Иркутскую области, где еще не велика конкуренция со стороны федеральных игроков. Инвестиции, предусмотренные на текущий год, составляют около 7.6 млрд. руб. (\$270 млн.), что представляет более чем двукратный рост по сравнению с объемом капитальных вложений за 2005 г. За текущий год компания планирует увеличить число торговых объектов в полтора раза по сравнению с концом прошлого года (с 25 до 38), что позволит сохранить высокие темпы роста выручки на уровне 84% до \$ 490 млн.

Хотя мы оцениваем позитивно амбициозные планы АЛПИ на среднесрочную перспективу, тем не менее, не следует упускать из вида, что масштабная инвестиционная программа на фоне ограниченного потока свободных денежных средств (в силу пока еще небольшого масштаба бизнеса) побуждает компанию активно использовать долговое финансирование для развития обоих направлений. В текущем году основными статьями расходов станут строительство или приобретение зданий под гипермаркеты, расходы на покупку новой птицефабрики и реконструкция имеющихся птицефабрик.

	2005		1 кв 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,74	0,10	0,73	0,13
Debt ratio	0,46	0,00	0,48	0,00
Current ratio	1,14	1,56	1,19	1,76
Cash ratio	0,06	0,69	0,02	0,00
ССС	8,63	2,88	18,85	2,73
Рентабельность				
Net Margin	12,7%	3,00	9,1%	2,34
EBITDA Margin	17,4%	2,08	16,1%	1,82
Operating Margin	16,0%	2,20	15,1%	2,03
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	2,66	2,34	2,83	2,17
CFO/Total debt	0,13	0,33	0,06	0,00
EBIT interest coverage	8,82	2,77	3,45	1,39
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	1,58	3,00	0,17	2,72
Динамика операционной прибыли	1,03	3,00	0,11	1,95
Оценка надежности		1,84		1,46

2005 г. соотношение долг/EBITDA было на уровне 2,7, что значительно ниже показателя наиболее сопоставимой по формату Карусели (6,5), а также чуть ниже среднего уровня по прочим продуктовым ритейлерам (3,0). По итогам текущего года АЛПИ планирует обеспечить значение данного показателя в этом же диапазоне. По нашим оценкам, с учетом привлечения займа и рефинансирования части существующей задолженности (40% от привлеченных средств), а также исходя из запланированной инвестиционной программы на текущий год и размера собственных денежных потоков, покрытие долга за счет EBITDA по результатам года составит 3,3 (оценочный показатель долговой нагрузки в абсолютном выражении составляет в пределах \$260 млн. при прогнозной EBITDA \$79 млн.), что не критично для динамично развивающейся компании. В дальнейшем, компания ожидает существенного улучшения качества покрытия долга, по мере того как потребность во внешнем финансировании будет снижаться в связи с усилением положительного эффекта от инвестиций и увеличения собственных денежных потоков. Согласно прогнозам АЛПИ, к 2009 г. долг/EBITDA оценивается на уровне 1,0.

Кредитный вывод: компания характеризуется удовлетворительным кредитным качеством, и по многим параметрам соответствует среднеотраслевым показателям. При сравнении с «чистыми» ритейлерами, мы отмечаем, что наличие собственной производственной базы имеет как положительный, так и негативный аспекты. Высокая эффективность производственного блока способствует устойчивому финансовому состоянию компании и высокой норме прибыли, превышающей средний уровень по сектору. С другой стороны, компания вынуждена отвлекать часть средств от развития торговой сети на поддержку производственного комплекса, что может несколько замедлить проявление ожидаемого положительного эффекта масштаба. Наличие ряда отраслевых рисков и отсутствие отчетности по международным стандартам объясняет более высокую доходность АЛПИ по сравнению с наиболее сопоставимой Каруселью, также несущей риски строительства собственных площадей. Доходность на уровне **11,4%** к оферте в 2007 г. (**620 б.п.** к ОФЗ), на наш взгляд, справедлива, что исключает потенциал изменения спреда в краткосрочной перспективе. Тем не менее, в дальнейшем при условии реализации намеченных планов развития облигации АЛПИ могут представлять привлекательную инвестиционную возможность.

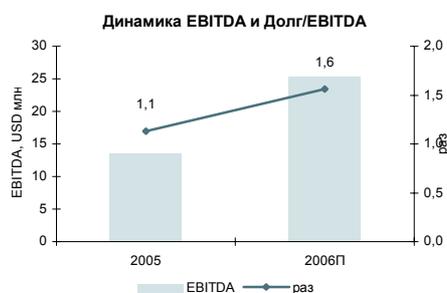
Монетка на начальном этапе развития работала исключительно в формате «дискаунтер». В 2002 г. был сделан переход на мультиформатную организацию работы, и открыт первый супермаркет. В настоящее время Монетка занимает третье место среди розничных сетей Уральского ФО по товарообороту. На конец 2005 г. сеть объединяла 43 магазина, в том числе 38 в формате «дискаунтер» (47% продаж) и 5 супермаркетов «Монетка-Супер» (53% продаж), совокупный оборот которых превысил \$175 млн. К концу текущего года количество торговых объектов предполагается увеличить до 80 (к 2008 г. до 200), а выручку до \$315 млн. (+80%). Локальными рынками сети являются Уральский ФО, а также Республика Башкортостан. В региональном разрезе почти 60% оборота приходится на Екатеринбург, кроме того, сеть представлена в таких крупных городах региона, как Тюмень, Нижний Тагил и Уфа. Принимая во внимание тот факт, что Уральский ФО и Башкирия характеризуются уровнем доходов и жизни населения выше среднего российского, а также являются одними из наиболее динамично растущих, деятельность компании сопряжена с риском обострения конкуренции со стороны крупных федеральных ритейлеров: в регионе уже представлены Пятерочка, Дикси и Магнит.

Организационная структура Монетки, как и многих других розничных операторов второго и третьего эшелонов, оставляет желать лучшего. В настоящее время компания представляет собой объединение 13 юридических лиц, контролируемых менеджментом и относящихся к трем бизнес-блокам: торговля (на который приходится основные денежные потоки), недвижимость и производство. В текущем году Монетка должна завершить реорганизацию, результатом которой должно стать формирование холдинговой структуры и появление консолидированной аудированной отчетности по Группе. В то же время на настоящий момент сложная структура не позволяет ни отследить реальное движение потоков, а отчетность отдельных компаний вряд ли можно считать показательной.

Монетка

Упр. отч. (с НДС)	
Финансовые	
показатели, \$ млн	2005
Выручка	175,4
ЕВИТ	11,3
ЕВИТДА	13,6
Чистая прибыль	8,3
СФО	17,32
Капитальные затраты	(23,3)
Активы	64,5
Собственный капитал	25,1
Долг	15,4

Источник: данные компании, оценка
Банка Зенит



Что касается оценки финансового состояния компании на основе управленческих данных, то Монетка одна из немногих компаний, представила отчетность только за один период (2005 г.), в связи с чем мы не имеем возможности адекватно оценить динамику финансовых показателей даже относительно предыдущего периода. Кроме того, представленная управленческая отчетность не очищена от НДС, что затрудняет сопоставление показателей компании с данными конкурентов. Еще одним моментом в отчетности, вызывающим вопросы, является политика учета издержек на открытие новых магазинов, которые эмитент полностью капитализирует: таким образом, отражаемые в отчетности денежные потоки на самом деле не включают ряд реально понесенных затрат. В связи с этим, следует особо отметить, что приведенные ниже данные не дают полной картины о реальном финансовом состоянии компании. Помимо того, особая осторожность необходима при рассмотрении прогнозных показателей.

Как мы говорили выше, по масштабам бизнеса Монетка (\$175 млн.) сопоставима с Матрицей (\$154 млн.) и Мартой (\$193 млн.). Монетка уступает аналогам в рентабельности (по ЕВИТДА – 7,8%, против 8,7% у Матрицы и 14,8% у Марты). При этом компания характеризуется гораздо меньшей долговой нагрузкой: Долг /ЕВИТДА Матрицы по итогам 2005 г. составил 5,8, у Марты 6,6, тогда как у Монетки – 1,13. Негативным фактом является то, что более 56% совокупного кредитного портфеля приходится на короткий долг, при весьма низком коэффициенте текущей ликвидности компании в 0,6 против среднего 0,9. Размещение займа привело к усилению долгового бремени, т.к. около 70% объема, по всей видимости, компания направила на развитие сети.

	2005	
	К	Оценка
Структура капитала		
Leverage ratio	0,61	0,93
Debt ratio	0,24	2,12
Current ratio	0,63	0,00
Cash ratio	0,13	1,84
ССС	-18,35	3,00
Рентабельность		
Net Margin	4,7%	1,28
ЕВITDA Margin	7,7%	0,15
Operating Margin	6,5%	0,29
Адекватность денежных потоков		
Total debt/ЕВITDA	1,13	3,00
СFО/Total debt	1,13	3,00
ЕВIT interest coverage	7,18	2,35
Динамика финансовых показателей		
Динамика выручки	-	-
Динамика операционной прибыли	-	-
Оценка надежности		1,63

Таким образом, с учетом рефинансирования кредитного портфеля, составившего на начало марта 2006 г. \$13.9 млн., абсолютная долговая нагрузка приблизится к \$40 млн. В то же время, учитывая прогноз эмитента по ЕВITDA в 2006 г. на уровне \$25 млн. соотношение Долг/ЕВITDA должно остаться на приемлемом уровне в 1.6. С точки зрения процентного покрытия Монетка также выглядит более привлекательно по сравнению с Мартой и Матрицей. Так по результатам 2005 г. покрытие финансовых расходов за счет ЕВIT составило у Монетки 7.2 против 1.8 у Марты и 2.9 у Матрицы при среднеотраслевом 6.6 (без учета Седьмого Континента). На конец текущего года, исходя из прогнозов компании, процентное покрытие, по нашим оценкам составит 7.5-7.8. При этом, доля долга в активах возрастет с 24% до 40% в текущем году (с учетом прогноза валюты баланса компании), и будет соответствовать показателю Матрицы.

Кредитный вывод: более узкий спред к ОФЗ по сравнению со спредами по облигациям Марты-2 и Матрицы (наиболее сопоставимых компаний с точки зрения масштаба и рентабельности бизнеса, а также присущих рисков) отчасти объясняется более низким кредитным плечом Монетки. Средняя доходность Монетки за последний месяц составила 11.1% (570 б.п. к ОФЗ). Тем не менее, разница в спредах к ОФЗ на уровне 270 - 320 б.п., на наш взгляд, является неоправданно широкой для компании, несущей с аналогами совершенно идентичные структурные риски и риски, связанные с непрозрачностью деятельности. В связи с этим, мы видим возможность **расширения спреда к ОФЗ по бумагам Монетки на 30-50 б.п.**

Матрица - крупнейшая сеть супермаркетов премиум-класса в Башкортостане, основанная достаточно недавно (2001 г.), на сегодняшний день занимает 70% на рынке супермаркетов республики и 65% на рынке оптовой реализации алкогольной продукции. Матрица объединяет 25 магазинов, из которых лишь один гипермаркет расположен в Москве. Дальнейшая экспансия на московский рынок только планируется путем увеличения гипермаркетов до пяти объектов. По объему выручки за 2005 г. Матрица одна из самых маленьких продуктовых сетей (\$154 млн.), наряду с Азбукой Вкуса (\$87.5 млн) и Монеткой (\$175 млн. с НДС).

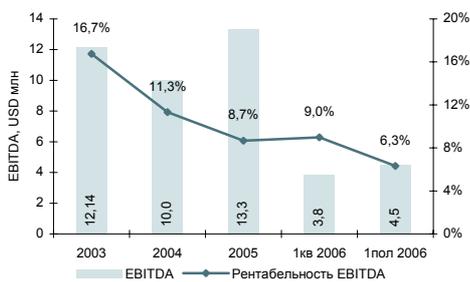
Единая юридическая структура холдинга пока окончательно не оформлена - Матрица объединяет оптовые, розничные и обслуживающие компании (среди которых транспортная компания, рекламное агентство, частные охранные предприятия). Генерируемые торговыми компаниями денежные потоки направляются в компании, управляющие имуществом для приобретения объектов недвижимости. При этом весь объем денежных потоков не отражается в отчетности торговых компаний, выступающих поручителями займа. Этот факт наряду с невыстроенной организационной структурой и финансовой непрозрачностью (компания не публикует аудированных консолидированных финансовых результатов) обуславливает наличие значительных рисков.

Матрица

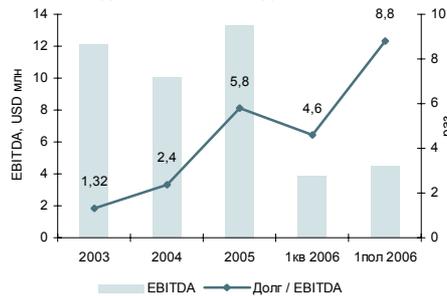
Финансовые показатели, \$ млн	Упр. отч. 2005	IFRS
		(неауд.) 1 пол. 2006
Выручка	153,6	70,7
ЕВИТ	9,2	3,4
ЕВИТДА	10,0	3,8
Чистая прибыль	4,2	1,4
СФО	28,8	27,5
Капитальные затраты	нд	(32,9)
Активы	74,1	179,9
Собственный капитал	34,1	91,0
Долг	23,8	70,8

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика ЕВИТДА и рентабельности ЕВИТДА



Динамика ЕВИТДА и Долг/ЕВИТДА



По масштабу бизнеса Матрица наиболее сопоставима с Мартой (\$193 млн.) и Монеткой (\$175 млн.) На основе данных управленческой отчетности за 2005 г. Матрица значительно опередила Марту по темпам роста выручки (73% против 49%). Что касается эффективности деятельности, то рентабельность ЕВИТДА Матрицы (8.7%) в 2005 г. превышала показатель Монетки (7.7%) и уступала Марте (14.8%) при среднем по розничным продуктовым сетям в 9.7%. Тем не менее, по итогам первого полугодия эффективность бизнеса эмитента снизилась на фоне существенного увеличения доли операционных затрат в выручке до 18.8% с 12.4% на конец 2005 г. Хотя в начале сентября компания представила консолидированную отчетность по МСФО за первое полугодие текущего года, тем не менее, учитывая, что показатели не были заверены независимым аудитором, мы не можем говорить о существенном повышении прозрачности. Тем не менее, сам факт может быть расценен позитивно, как первый шаг в данном направлении.

За первое полугодие 60% рост выручки до \$70.7 млн. был полностью нивелирован 89% ростом коммерческих, общих и административных расходов, что повлияло на снижение рентабельности ЕВИТ до 4.6% с 8.0% годом ранее. Несущественный 10% рост ЕВИТДА до \$4.5 млн. стал результатом более чем двукратного роста амортизационных отчислений, тем не менее, рентабельность ЕВИТДА снизилась до 6.3% с 9.3% в первом полугодии 2005 г. Снижение чистой прибыли на 56% и чистой рентабельности с 4.3% до 1.2% было вызвано 80% ростом процентных расходов и прочих расходов в 4.5 раза. Помимо наблюдаемого снижения эффективности бизнеса, озабоченность вызывает и постоянное увеличение долговой нагрузки. Так, если соотношение Долг/ЕВИТДА на основе данных управленческой отчетности за 2005 г. составляло 5.8, то по результатам полугодия оно возросло до 8.8. Данный уровень покрытия долга является весьма низким и уступает даже показателю Аптек 36.6 (5.4), которые ежегодно фиксируют двукратный рост сети, чего не скажешь о значительно более медленных темпах экспансии Матрицы. При этом объем долга компании, как в абсолютном, так и в относительном выражении практически не изменился (\$79 млн. и 43%), т.е. снижение долгового покрытия объясняется главным образом сокращением собственных потоков в силу неконтролируемого роста затрат. Структура кредитного портфеля по срочности также осталась практически без изменений: на «короткие» долги приходилось 42%, что соответствует среднему по рынку уровню в 41%. Процентное покрытие по итогам полугодия снизилось до 1.2, что является чрезвычайно низким уровнем при сравнении со среднеотраслевым показателем. Поскольку за первое полугодие отчитались далеко не все розничные продуктовые сети, то в качестве ориентира можно привести средний показатель процентного покрытия за 2005 г. на уровне 4.8 (для компании это соотношение составляло 2.9).

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,53	1,49	0,99	0,00
Debt ratio	0,42	0,35	0,41	0,44
Current ratio	1,54	3,00	0,82	0,29
Cash ratio	0,06	0,63	0,02	0,03
ССС	37,10	2,47	23,00	2,67
Рентабельность				
Net Margin	4,7%	1,28	1,2%	0,42
EBITDA Margin	8,7%	0,33	6,3%	0,00
Operating Margin	7,8%	0,56	4,8%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	5,79	0,00	8,80	0,00
CFO/Total debt	0,37	2,67	0,09	0,00
EBIT interest coverage	2,90	1,25	1,19	0,81
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,73	3,00	0,60	3,00
Динамика операционной прибыли	0,65	3,00	0,00	1,06
Оценка надежности		1,54		0,67

Кроме того, как мы говорили в вводной части настоящего отчета (см. «Оборотный капитал и ликвидность») наряду с Мартой компания характеризуется весьма длительным конверсионным циклом наличности, что указывает на высокие потребности в финансировании оборотного капитала. Матрица и Марта имеют наиболее длительные сроки оборачиваемости дебиторской задолженности 46 и 65 дней соответственно при среднем в 27.

Недавно Матрица объявила намерение разместить второй выпуск облигаций в объеме 1.5-1.8 млрд. руб. в 2007 г. Привлеченные средства будут направлены на строительство торговых центров в Москве и в Башкирии. По словам генерального директора Матрицы, компания ведет переговоры с рядом региональных ритейлеров об объединении. Так, недавно появилась информация о том, что Матрица ведет переговоры о слиянии с пермской сетью "Виват". Сделка будет завершена не ранее первого квартала 2007 г. Объединение компаний позволит обеспечить более выгодные условия работы с поставщиками, а также увеличить долю и укрепить позиции на местном рынке. Прогнозный оборот объединенной компании, в которой Матрица и Виват будут иметь равные доли, составляет порядка \$400 млн. (\$190 млн. у Матрицы и \$201 млн. у Вивата). Впоследствии часть акций объединенной компании может быть продана портфельному инвестору или же компания проведет IPO к 2010 г.

Кредитный вывод: узкое региональное присутствие, небольшой масштаб бизнеса, невыстроенная организационная структура и финансовая непрозрачность, невпечатляющая динамика финансовых показателей и высокая долговая нагрузка – все это свидетельствует о том, что на настоящий момент доходность, при которой торгуются облигации Матрицы, справедливо оценивает текущий финансовый и организационный статус компании. Средняя доходность облигаций составила **14.1%** к оферте в 2007 г., что соответствует спреду к ОФЗ в **890 б.п.**

Марта – основанный в 1992 г. многопрофильный холдинг, объединяющий компании, которые осуществляют деятельность в сфере розничной торговли, девелопмента (RTM) и производства упаковочных материалов. На сегодняшний день компания представлена в сегменте продуктовой розницы (бренды «Grossmart» и «Продмак»), косметической продукции (Colours&Beauty), интернет-торговли бытовой техникой и электроникой. Кроме того, в сфере продуктовой розницы в 2004 г. было создано СП с немецкой REWE Group (BILLA), в которое компания выделила из своего состава 18 магазинов, ранее работавших под брендами "SPAR" и "Столица". Розничный бизнес является основным направлением холдинга, на долю которого в 2005 г. пришлось 62% от совокупного оборота в \$309 млн. Компания объединяет 127 продуктовых магазинов и 20 магазинов по продаже косметики и аксессуаров, расположенных преимущественно в Центральном ФО. Марта проводит активную политику региональной экспансии - за первые шесть месяцев текущего года было открыто шесть магазинов в разных регионах, и приобретена владимирская сеть «ПИ», состоящая из 69 магазинов и занимающая 25% локального рынка.

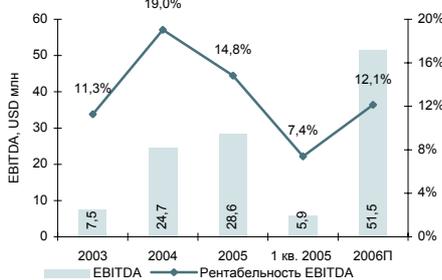
Тем не менее, несмотря на то, что на розничное направление приходится две трети оборота, Марта не является розничной компанией в традиционном понимании, а скорее инвестиционным холдингом, которому присущи иные риски, связанные с инвестиционными проектами в недвижимость. Так, в СП с REWE Марта отвечает за развитие сети, а немецкий партнер - за торговые операции. В апреле текущего года Марта передала еще 15 супермаркетов Grossmart в сеть Billa и постепенно планирует перевести все московские магазины в немецкую сеть. Основной риск, связанный с возможностью перевода магазинов в состав СП, на наш взгляд, заключается в потенциальном выводе крупных активов из консолидированного баланса розничного направления, что, во-первых, снизит стоимость розничного бизнеса, а во-вторых, еще больше затруднит оценку реальных денежных потоков. Кроме того, нельзя не отметить достаточно сильные позиции в сегменте девелопмента: контроль 75% капитала компании-держателя недвижимости сети Billa и 50% доля в СП RTM Development (строительство коммерческой недвижимости). Помимо этого, у Марты есть соглашение о совместном развитии с сетью гипермаркетов Real, принадлежащей группе Metro (в данном проекте Марта также выступает как арендодатель торговых площадей). Учитывая, что Metro является основным конкурентом REWE, во избежание конфликта интересов последняя недавно приняла решение о развитии самостоятельного проекта по развитию формата *cash&carry*, сети мелкооптовых магазинов Selgros, без участия Марты.

Марта

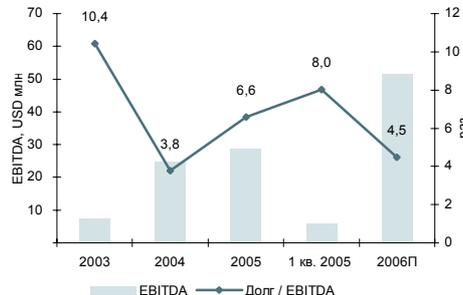
Упр. отч. Финансовые показатели, \$ млн	2005	1 кв. 2006
Выручка	192,9	79,4
ЕБИТ	22,4	4,4
ЕБИТДА	28,6	5,9
Чистая прибыль	9,7	2,1
СФО	8,45	2,38
Капитальные затраты		
Активы	330,6	333,2
Собственный капитал	104,9	106,0
Долг	188,1	188,6

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика ЕБИТДА и рентабельности ЕБИТДА



Динамика ЕБИТДА и Долг/ЕБИТДА



Эмитент не подготавливает консолидированной отчетности по холдингу в целом - отчетность за 2003 - 2004 гг. консолидирует только собственные розничные продуктовые сети, при этом аудит был проведен лишь за 2003 г. В управленческую отчетность по международным стандартам за 2005 г. и 1 квартал 2006 г. наряду с показателями собственной сети магазинов включен финансовый результат 25%-ного участия в СП с REWE, показатели Colour&Beauty и Интернет-магазинов. В розничном сегменте в прошлом году выручка выросла на 48.7% (до \$193 млн.), ЕБИТДА - на 15% (до \$28.6 млн.). Тем не менее, зафиксированный рост уступает средним темпам розничных продуктовых сетей, составивших 67%. По итогам I квартала 2006 г. выручка розничного бизнеса составила \$79.4 млн., ЕБИТДА - \$5.9 млн., рентабельность ЕБИТДА - 7.4%. При этом сравнимых показателей за аналогичный период прошлого года не приводится. Достаточно высокая рентабельность ЕБИТДА за 2005 г. (14.6%) против среднего по розничным сетям в 9.7% не является показательной, поскольку, динамика на основе приведенных данных за 2003-2005 г. весьма неоднородна и, на наш взгляд, не отражает реальной финансовой ситуации в компании.

	2005		1 кв. 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,68	0,45	0,68	0,45
Debt ratio	0,57	0,00	0,57	0,00
Current ratio	1,28	2,12	1,69	3,00
Cash ratio	0,15	2,03	0,06	0,64
ССС	31,43	2,55	23,97	2,66
Рентабельность				
Net Margin	5,0%	1,35	2,7%	0,78
EBITDA Margin	14,8%	1,56	7,4%	0,08
Operating Margin	11,6%	1,33	5,5%	0,10
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	6,58	0,00	8,03	0,00
CFO/Total debt	0,04	0,00	0,05	0,00
EBIT interest coverage	1,78	0,96	2,01	1,02
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,49	3,00	0,65	3,00
Динамика операционной прибыли	0,08	1,75	-0,22	0,00
Оценка надежности		1,31		0,90

Как мы говорили, Марта является одним из наиболее обремененных долгами продуктовых ритейлеров. Доля долга в совокупных активах превысила допустимый максимум, составив 57% как за 2005 г., так и за первый квартал 2006 г. Данный показатель является самым высоким среди всех розничных продуктовых сетей (среднее 37%). При этом с точки зрения срочности портфеля эмитент выглядит менее рискованно – на краткосрочный долг приходится 27% при среднем 44%. Основная доля долговой нагрузки приходится на размещенные компанией три облигационных займа на 700 млн. руб. (погашение в 2008 г.), 1 млрд. руб. (2009 г.), 2 млрд. руб. (2011 г.).

Активное привлечение долговых заимствований, наряду с ограниченными собственными операционными денежными потоками обуславливают низкое долговое покрытие за счет EBITDA – по результатам 2005 г. показатель составил 6.6, при среднем в 3.0. Размещенный в августе третий выпуск Марты на 2 млрд. руб. (\$75 млн.) компания планировала направить на погашение краткосрочных кредитов и дальнейшее развитие. При этом инвестиционные потребности составляли не менее \$35 млн. Исходя из этого, по нашим оценкам, абсолютная долговая нагрузка компании на конец года составит в пределах \$230 млн., а EBITDA \$52 млн. (исходя из прогнозных темпов роста на весь год). Таким образом, в 2006 г. покрытие долга снизится по итогам года до 4.5. Тем не менее, следует отметить, что исходя из уровня долга и EBITDA в первом квартале соотношение было гораздо более высоким - 8.0. Таким образом, главный вопрос заключается в том, сможет ли компания обеспечить заявленные операционные потоки. Значительные расходы по обслуживанию долга отражаются в чрезвычайно низком процентном покрытии – в пределах 2.0, что является не только ниже уровня сопоставимых по масштабу Монетки и Матрицы, но и среднего по сектору, 6.6 (по итогам 2005 г.).

Кредитный вывод: компания не является розничным продуктовым ритейлером в традиционном понимании, учитывая наличие ряда прочих бизнесов в составе холдинга, поэтому напрямую сравнивать ее с прочими игроками было бы не совсем правильно. Тем не менее, рассматривая исключительно розничное направление, мы отмечаем наличие тех же рисков, которые присущи и Монетке и Матрице, а также самую высокую в секторе долговую нагрузку и низкое покрытие долга. Наличие прочих специфических для компании рисков обуславливает столь высокую доходность третьего выпуска на уровне **13.74%** к оферте в 2008 г. (средний спред к ОФЗ 840 б.п.), которая, с нашей точки зрения, вполне оправдана.

Азбука Вкуса - группа предприятий розничной торговли формата *premium*. В состав компании входит семь предприятий, бенефициаром которых является холдинг, учрежденный физическими лицами, владеющими равными долями. Предприятия, входящие в состав холдинга, относятся к четырем направлениям: владельцы активов, розничные операторы, оптовые компании и производство кулинарии. На розничного оператора "Городской супермаркет" приходится до 90% общего объема деятельности компании. В настоящее время компания проводит реорганизацию с целью формирования юридически прозрачной холдинговой структуры, в состав которой к концу текущего года через последовательное владение планируется объединить пять компаний, по которым составлена управленческая отчетность за 2004-2005 гг. По итогам 2006 г. группа планирует подготовить первую аудированную отчетность по МСФО.

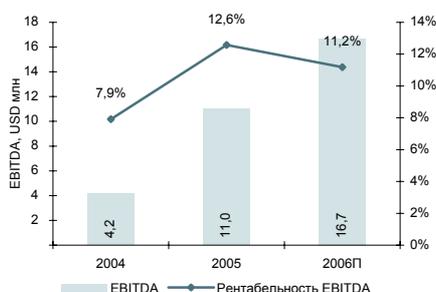
Азбука Вкуса, самая маленькая розничная сеть по годовому обороту (\$87.5 млн. в 2005 г.) начала формироваться в 1992 г. На конец прошлого года количество магазинов сети составило 12, а к концу 2006 г. компания намерена расширить сеть в два раза (открыть не менее 9 супермаркетов в Москве и не менее 3-х в Санкт-Петербурге). К концу 2008 г. количество магазинов планируется довести до 45. Компания планирует занять 40% долю премиального рынка Москвы и выйти на региональные рынки, что, с нашей точки зрения, было бы преждевременным в ближайшие два-три года, учитывая, во-первых, более низкий уровень жизни и, во-вторых, недостаточную степень насыщения региональных рынков прочими более экономичными форматами. В настоящее время в сегменте *premium*, потенциальный объем которого оценивается в 2.5% от совокупного объема продовольственного рынка, помимо Азбуки Вкуса оперируют лишь три компании (Калинка Стокман, Глобус Гурмэ и Седьмой Континент 5*). В связи с этим конкуренция в данном сегменте весьма незначительная, что открывает перспективы для дальнейшего роста и увеличения доли на столичном рынке.

Азбука Вкуса

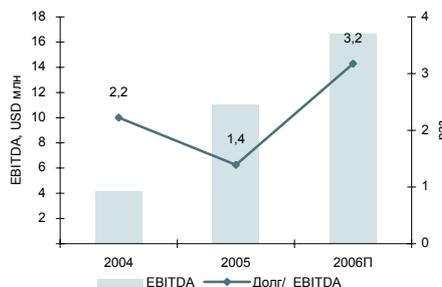
Упр. отч. Финансовые показатели, \$ млн	2004	2005
Выручка	52,5	87,5
ЕВИТ	3,2	9,7
ЕВИТДА	4,2	11,0
Чистая прибыль	2,2	8,39
СФО	1,65	2,72
Капитальные затраты	(5,3)	(10,3)
Активы	26,1	46,5
Собственный капитал	6,8	20,0
Долг	9,2	15,3

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика ЕВИТДА и рентабельности ЕВИТДА



Динамика ЕВИТДА и Долг/ЕВИТДА



Как и у большинства ритейлеров большинство торговых помещений компании находятся в аренде, но в будущем эмитент рассматривает возможность приобретения небольших сетей и независимых магазинов с расположением, соответствующим внутренним требованиям. В среднесрочной перспективе компания не исключает возможности проведения IPO в качестве источника средств для экспансии сети.

В период с 2002 г. по 2005 г. выручка сети увеличилась с US\$28.8 млн. до US\$87.5 млн. (т.е. среднегодовые темпы роста составили 45%). За прошлый год компания зафиксировала 67% рост, что соответствует средним темпам по продуктовым ритейлерам. На текущий год запланированы аналогичные темпы роста продаж до \$150 млн. на фоне предусмотренного двукратного увеличения сети, а в 2008 г. рост выручки до \$436 млн. Деятельность сети, оперирующей в наиболее дорогом ценовом сегменте, отличается высокой рентабельностью. Валовая рентабельность в 39% является самой высокой в продуктивном сегменте розничного рынка. По итогам 2005 г. рентабельность ЕВИТДА составила 12.6% при среднем уровне по продуктовым сетям в 9.7% (рентабельность Седьмого Континента составила лишь 10.5%). По прогнозам сети в текущем и следующем годах на фоне активного открытия новых супермаркетов рентабельность ЕВИТДА чуть снизится до 11%, а к 2008 г. превысит 13% благодаря увеличивающейся экономии на масштабах.

	2005	
	К	Оценка
Структура капитала		
Leverage ratio	0,57	1,20
Debt ratio	0,33	1,21
Current ratio	0,96	0,84
Cash ratio	0,20	3,00
ССС	7,11	2,90
Рентабельность		
Net Margin	9,6%	2,47
ЕБИТДА Margin	12,6%	1,11
Operating Margin	11,1%	1,22
Адекватность денежных потоков		
Total debt/ЕБИТДА	1,39	3,00
СFO/Total debt	0,18	0,78
ЕБИТ interest coverage	5,26	1,85
Динамика финансовых показателей		
Динамика выручки	0,67	3,00
Динамика операционной прибыли	2,08	3,00
Оценка надежности		1,97

Ключевым направлением инвестиционной программы является расширение торговой сети, помимо этого в текущем году также планируется запустить в эксплуатацию собственное кулинарное производство, инвестировав до \$7 млн. Всего в 2006 г. на инвестиционную программу планируется направить порядка US\$50 млн., в т.ч. средства облигационного займа. Таким образом, доля капитальных затрат в выручке может возрасти до 32% с 12%, что является достаточно существенным уровнем для компании такого масштаба. Часть средств от облигационного займа предполагалось направить на реструктуризацию кредитного портфеля, в частности, на погашение двух кредитов на общую сумму US\$7 млн. По оценке компании, абсолютный показатель долговой нагрузки к концу 2006 г. составит US\$53 млн. Таким образом, при прогнозной ЕБИТДА \$16.7 млн. покрытие долга возрастет до 3.2, а коэффициент процентного покрытия за счет ЕБИТ составит, по нашим оценкам, 3.5 против 5.3 в прошлом году, что, тем не менее, выглядит достаточно приемлемым уровнем по сравнению с некоторыми другими сетями.

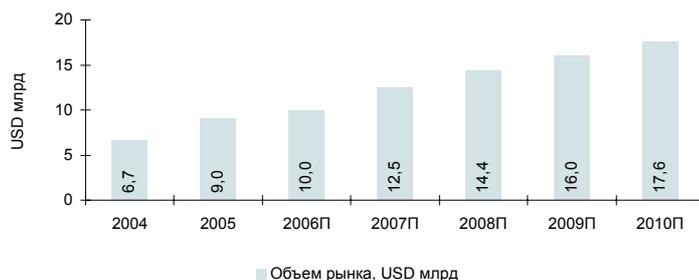
Кредитный вывод: высокая рентабельность бизнеса и умеренная долговая нагрузка выделяют компанию среди более обремененных долгами и менее рентабельных ритейлеров второго-третьего эшелонов. При этом незначительный масштаб бизнеса, недиверсифицированное географическое присутствие (расширение которого в ближайшей перспективе представляется маловероятным) и представленность компании лишь в одном весьма узком и наименее востребованном формате обуславливают наличие специфических рисков. На наш взгляд, средняя доходность облигаций в **10.9%** к полугодовой оферте (**550 б.п.** к ОФЗ) учитывает как высокую зависимость показателей компании от столичного рынка, так и потенциальное увеличение кредитного плеча в связи с экспансией сети, и справедливо отражает кредитное качество компании.

Российский фармацевтический рынок

В мировом масштабе фармацевтическая отрасль опережает не менее динамичные и прибыльные рынки продуктового ритейла. В силу небольшого объема и высокой фрагментированности российский фармрынок характеризуется значительными перспективами роста. На конец 2005 г. пять крупнейших аптечных сетей контролировали менее 10% рынка (по сравнению с 50% на развитых рынках). Ожидается, что к 2010 г. в результате процесса консолидации пять-шесть крупных аптечных сетей будут контролировать до половины российского рынка. Что касается промышленного сегмента, то количество компаний-поставщиков исчисляется сотнями, и более 70% рынка контролируется иностранными компаниями, причем их доля ежегодно растет, что усиливает конкуренцию для российских производителей.

Высокая степень фрагментированности, в свою очередь, создает перспективы для дальнейшей консолидации крупнейших игроков, как в розничном сетевом бизнесе, так и в производстве. В прошлом году отечественный рынок фармпрепаратов вырос на 34% до \$9 млрд. Потребление лекарств на душу населения в России итогам 2005 г. приблизилось к \$50 по сравнению со средним показателем в странах Евросоюза на уровне \$150-200. Ожидается, что расходы населения на лекарственные средства в России будут расти на 10% в год в регионах и 5% - в крупных городах. На фоне дальнейшего роста доходов населения, а также благодаря действию государственной программы дополнительного лекарственного обеспечения (ДЛО) объем фармацевтического рынка в ближайшие четыре-пять лет будет продолжать расти высокими, хотя и постепенно замедляющимися темпами. Коммерческие аптечные сети в скором времени могут войти в систему отпуска лекарственных средств по программе ДЛО. Неоспоримое преимущество с точки зрения участия в программе ДЛО имеют сети, у которых есть производственный блок (Сеть Аптек 36,6 - Верофарм, Ригла - Сотекс).

Динамика российского фармацевтического рынка в потребительских ценах



Источник: DSM Group, оценка Банка Зенит

В силу привлекательности российского фармацевтического рынка наблюдается тенденция приобретения местных производителей иностранными игроками, заинтересованными в выходе на российский рынок и открытии собственных производств. Одним из наиболее вероятных приобретений иностранным стратегическим инвестором может стать 50% «дочка» Сети Аптек 36,6 – Верофарм. Отечественные производители в целях повышения конкурентоспособности и увеличения инвестиционной привлекательности заключают сделки по слияниям и поглощениям, что также способствует сокращению внутренней конкуренции. Укрупнение российских компаний открывает возможности для создания сильных брендов. С нашей точки зрения, российские производители имеют две возможности – либо заключение стратегических альянсов с зарубежными производителями, либо разработка и вывод на рынок собственных брендов, занимающих определенные ниши (именно такой стратегии придерживается Верофарм). В противном случае их доля на рынке будет продолжать уменьшаться.

Сектор аптечных сетей фармацевтического рынка также демонстрирует высокие темпы роста продаж. Наибольшие темпы роста обеспечивают межрегиональные компании, продолжающие экспансию в регионы через покупку небольших местных игроков или систему франчайзинга. Помимо региональной экспансии развитие аптек может осуществляться за счет выхода на рынки постсоветского пространства (в частности, Украины) Так, о планах экспансии на Украину не раз заявляла 36.6. Как правило, динамика оборота в сетевом аптечном бизнесе значительно превышает среднюю динамику по рынку аптечных продаж. Для сетевых аптек средний оборот на аптеку в 2-4 раза выше, чем в отдельной аптеке. Тем не менее, увеличение продаж происходит не только из-за открытия новых точек – не менее важным фактором является внедрение эффективных бизнес и маркетинговых технологий, а также оптимизация ассортиментной политики. К самым крупным межрегиональным сетям относятся Аптечная сеть 36.6, Ригла, ОЗ, Натур Продукт, Имплотия, Доктор Столетов. Причем 36.6 лидирует не только по обороту и количеству торговых точек, но и по темпам региональной экспансии.

Аптечная сеть 36,6 была основана в 1991 г. на основе дистрибьюторской компании ЗАО Врема, занимавшейся поставками фармацевтического оборудования и продукции на московском рынке. В 1994-2001 гг. компания приобрела три химзавода, объединенные в производственное подразделение Верофарм, и с 1995 г. начала развитие аптечной сети в Москве. Компания является неоспоримым лидером на российском рынке - ежегодно сеть увеличивается практически в два раза. Только в течение первого полугодия текущего года было приобретено семь региональных аптечных сетей, объединяющих в общей сложности 102 аптеки. Недавно компания завершила еще четыре сделки по приобретению 162 аптек (таким образом, общее количество аптек на конец сентября составило 757), а также приобрела группу компаний Европейского медицинского центра (EMC) для выхода на рынок медицинских услуг и диверсификации источников выручки. На конец первого полугодия оборот розничного направления составил \$158 млн. (+70,8% к аналогичному периоду 2005 г.), на конец девяти месяцев - \$252.5 млн. (+78.7%).

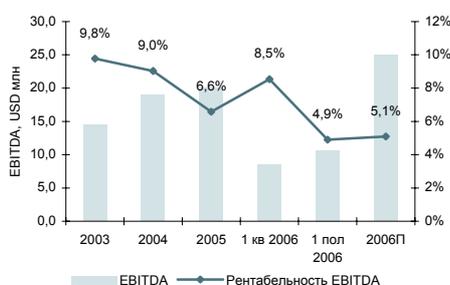
Верофарм, один из крупнейших российских производителей дженериков и медицинских пластырей, занимает четвертое место по объему продаж среди российских производителей и лидирует на рынке пластырей и онкологических препаратов. На долю сети аптек 36.6 приходится весьма незначительная доля продаж Верофарма (3-5% от совокупного объема продаж). По итогам 2005 г. компания лидировала по темпам роста производства (+33%) среди российских производителей. Аналогичные темпы роста планируется обеспечить и в текущем году - в первом полугодии текущего года выручка Верофарма выросла на 34.2% до \$45.2 млн., что было обеспечено портфелем новых рецептурных лекарственных препаратов, производство которых началось во втором полугодии 2005 г. За девять месяцев выручка выросла на 26.9% до \$ 68.9 млн. На настоящий момент в портфель входит более 300 наименований производимой продукции.

Аптечная сеть 36.6

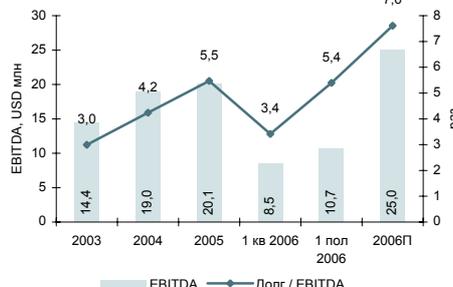
IFRS		
Финансовые показатели, \$ млн	2005	1 пол. 2006
Выручка	305,2	217,6
ЕБИТ	12,3	5,7
ЕБИТДА	20,1	10,7
Чистая прибыль	8,3	49,5
CFO	(13,6)	(21,4)
Капитальные затраты	(32,4)	(39,6)
Активы	244,7	349,6
Собственный капитал	48,4	100,6
Долг	109,9	115,1

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика ЕБИТДА и рентабельности ЕБИТДА



Динамика ЕБИТДА и Долг/ЕБИТДА



Консолидированные продажи холдинга за первое полугодие выросли на 61% до \$217.6 млн., а за девять месяцев на основе предварительных данных - на 58% до \$330 млн. К концу текущего года компания вполне может увеличить свою долю на аптечном рынке до 10%, а к 2009 г. до 20%, что позволит увеличить выручку до \$ 1 млрд. (2005 г. - \$305 млн.). Поскольку генерируемые в розничном сегменте денежные потоки в полном объеме направляются на финансирование экспансии сети и покрытие капитальных затрат, 100% консолидированной ЕБИТДА приходится на Верофарм. Так, за первое полугодие ЕБИТДА в производстве выросла на 27.4%, а в рознице, напротив, снизилась до отрицательного значения. Консолидированный показатель в итоге остался на уровне прошлого года, что обусловило снижение консолидированной рентабельности по ЕБИТДА с 6% до 4.9%. Анализируя эффективность бизнеса по направлениям деятельности следует отметить, что рентабельность ЕБИТДА Верофарма соответствует среднему уровню международных фармпроизводителей в 25%, а розничного бизнеса - значительно уступает среднему в 7.1%. Без учета инвестиционных доходов от продажи 30% акций Верофарма окончательный финансовый результат деятельности компании за первое полугодие является отрицательным. С нашей точки зрения, в будущем динамика рентабельности будет в основном определяться замедлением темпов экспансии и эффективным использованием возможности диверсификации денежных потоков.

На конец июня совокупный долг компании составил \$115 млн., практически не изменившись с начала года (при этом по результатам 9 месяцев чистый долг вырос до \$183 млн.). Доли «длинных» и «коротких» денег в портфеле по результатам первого полугодия практически равнозначны. Размещение облигационного займа (3 млрд. руб.), 60% которого предполагалось направить на рефинансирование существующей задолженности, должно снизить достаточно высокую стоимость обслуживания существующих долговых обязательств. В прошлом году компания получила синдицированные кредиты в размере 1 млрд. руб. под 13.5% на два года и \$50 млн. по ставке LIBOR+5.25% на три года. Оставшаяся часть займа и средства, привлеченные в результате продажи 30% Верофарма, предполагалось инвестировать в дальнейшую экспансию сети.

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,74	0,05	0,60	0,98
Debt ratio	0,45	0,01	0,33	1,21
Current ratio	1,29	2,17	1,28	2,14
Cash ratio	0,09	1,04	0,22	3,00
ССС	34,18	2,51	35,04	2,50
Рентабельность				
Net Margin	2,7%	0,79	22,7%	3,00
EBITDA Margin	6,6%	0,00	4,9%	0,00
Operating Margin	4,3%	0,00	1,5%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	5,47	0,00	5,40	0,00
CFO/Total debt	-0,12	0,00	-0,37	0,00
EBIT interest coverage	0,81	0,71	0,88	0,73
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,45	3,00	0,61	3,00
Динамика операционной прибыли	0,13	2,11	-0,38	0,00
Оценка надежности		0,95		1,27

В связи с высокой стоимостью обслуживания долга и низкими собственными денежными потоками процентное покрытие у компании – одно из наиболее низких по розничным сетям (в том числе продуктовым, непродуктовым и аптечным) и составляет 0,8, при среднем 4,6 в 2005. По результатам первого полугодия покрытие долга EBITDA осталось на уровне 2005 г. и составило 5,4, что превышает средний показатель по всем розничным сетям в 3,5. Прогнозный показатель долговой нагрузки на конец года в абсолютном выражении составит порядка \$190-200 млн. Качество кредитного портфеля по срочности улучшится – по нашим оценкам на долю короткого и длинного долга будет приходиться приблизительно 30% и 70% соответственно. Тем не менее, в текущем году ухудшение показателей покрытия является неизбежным. На текущий год компания прогнозирует EBITDA на уровне \$25-30 млн. Исходя из EBITDA в производственном сегменте за первое полугодие и принимая в расчет отрицательный показатель в рознице, мы считаем нижнюю границу более реальной. Таким образом, прогнозное соотношение Долг/EBITDA в 2006 г. может повыситься до 7,6.-7,7

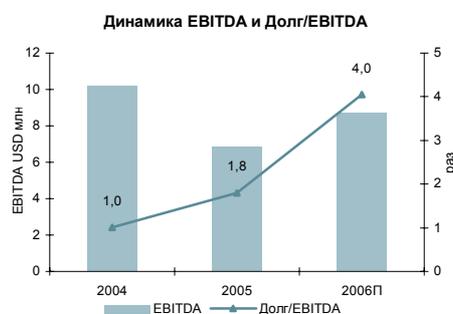
Кредитный вывод: налицо ряд факторов, которые выгодно отличают 36.6 не только от менее крупных и менее прозрачных прямых конкурентов, но и от некоторых крупных операторов продуктовой розницы. Во-первых, позиция неоспоримого лидера на рынке аптечных сетей. Во-вторых, наличие сильного производственного блока, генерирующего стабильно высокие денежные потоки. В-третьих, недавно появившаяся возможность диверсификации доходов в результате выхода на рынок медицинских услуг. В-четвертых, темпы экспансии сети, опережающие рост наиболее динамично развивающихся розничных продуктовых сетей. В-пятых, публичность и финансовая прозрачность как холдинга в целом, так и производственного блока, в частности. С другой стороны, следствием впечатляющих темпов роста является рост долгового бремени до критически высокого уровня. Другим потенциальным риском, является продажа оставшегося 50% пакета акций Верофарма, на который приходится основные денежные потоки холдинга. В этом случае стоит ожидать существенного снижения рентабельности EBITDA и дальнейшего ухудшения долгового покрытия. Тем не менее, хотя компания и не отрицает потенциальной продажи производственной «дочки» стратегическому инвестору в будущем, тем не менее, на настоящий момент мы не можем говорить о сроках возможной сделки. Если это произойдет в ближайшем будущем, то негативный эффект на рентабельность и денежные потоки будет значительным. В случае, продажи Верофарма в более отдаленной перспективе негативные последствия на рентабельность будут компенсированы выходом розничного направления на положительную маржу. На текущий момент средняя доходность облигаций в **10,1%** к офферте в 2008 г. и спрэд к ОФЗ в **450 б.п.** справедливы. При этом, мы весьма позитивно оцениваем компанию, в связи с чем по мере замедления темпов экспансии и направлении генерируемых потоков на поддержание интенсивного, а не экстенсивного роста, что будет способствовать повышению кредитного качества, мы видим возможность снижения доходности бумаг 36.6.

Натурпродукт

Хотя по масштабам бизнеса Натурпродукт практически в три раза уступает Сети Аптек 36.6 (выручка в 2005 г. составила \$107.8 млн. против \$305.2 млн. соответственно), тем не менее, компанию можно сопоставить с лидером рынка. Во-первых, обе компании помимо торговых сетей располагают собственными производственными мощностями (у Натурпродукта – бизнес-сегмент «Бренды», у 36.6 – Верофарм). Во-вторых, обе компании характеризуются высокой степенью прозрачности и подготавливают аудированную отчетность по международным стандартам (Натурпродукт – по GAAP Люксембурга). В-третьих, основные денежные потоки генерируются в производстве, рентабельность которого значительно выше рентабельности розничных операций. При этом производственный сегмент выступает «донором» розничной сети аптек. Низкая операционная рентабельность розничного направления у обеих аптечных сетей может, на наш взгляд, быть не только результатом активной экспансии, требующей значительных затрат, но и относительно низкой маржи продаж. Это, в свою очередь, может объясняться достаточно высокой ценой закупки препаратов у международных поставщиков, доминирующих на отечественном фармрынке, и не столь высокой розничной наценкой (в среднем цена на медицинские препараты на российском рынке ниже в три-четыре раза по сравнению с ценой на аналогичную продукцию на западных рынках). И последнее, обе компании имеют простую и понятную структуру собственности. С 2004 г. основным владельцем Натурпродукта является Renova Capital (65.3%), чуть более 30% принадлежит Председателю СД, С. Низовцеву, и 2.5% — ЕБРР.

Основными видами деятельности является розничная торговля лекарственными средствами - компания развивает аптечную сеть под брендом «Здоровые Люди». На конец 2005 г. сеть занимала шестое место по количеству аптек и объединяла 180 аптек в 14 регионах). В текущем году Натур Продукт планирует открыть 40—60 новых аптек, т.е. увеличить розничную сеть до 220—240. В течение следующих трех лет прогнозируются 25-30% темпы расширения сети. Вторым направлением деятельности является разработка и маркетинг фармацевтических препаратов под торговой маркой Natur Produkt, портфель которых насчитывает свыше 30 продуктовых линеек, реализуемых не только на рынках России и стран СНГ, но и в странах Скандинавии и Восточной Европы. Основной специализацией является производство биологически-активных добавок (БАД), что на сегодняшний день представляет одно из наиболее динамичных направлений фармацевтического рынка - вплоть до 2010 г. прогнозируются 18-20% темпы роста. По оценкам Натурпродукта, темпы роста продаж БАД компании будут опережать рыночную динамику и составят в пределах 28% до 2009 г.

В 2005 г. компания провела корпоративную реструктуризацию, потратив на нее порядка \$8 млн. В результате были выделены два ключевых направления деятельности с консолидацией финансовых потоков в рамках каждого бизнес-сегмента, а также проведен ребрендинг торговой сети в целях разделения марки Natur Product, под которой осуществляется производство собственной продукции, и брэнда аптечной сети. В рамках реструктуризации компания также выкупила миноритарные пакеты акций аптек с целью централизации функций контроля и повышения уровня управления сети в целом. Кроме того, централизация денежных и товарных потоков должна обеспечить компании синергетический эффект от укрупнения объема закупок, и как следствие, снижения закупочных цен. Кроме того, компания закрыла 15 малоэффективных аптек. Результатом реструктуризации стал рост соответствующих затрат и снижение рентабельности EBITDA до 6.3% по сравнению с 10.8% в 2004 г. По оценкам компании, показатель EBITDA не досчитался \$6 млн. Помимо негативно влияния на рентабельность, процесс реструктуризации сказался и на более медленных темпах роста продаж в 2005 г., которые составили лишь 14% по сравнению с 45% у Сети Аптек 36.6 и 39% у Имплосии.



Натурпродукт

IFRS		
Финансовые		
показатели, \$ млн	2004	2005
Выручка	94,6	107,8
ЕБИТ	7,5	3,6
ЕБИТДА	10,2	6,8
Чистая прибыль	4,4	1,3
СФО	(1,1)	3,8
Активы	62,0	67,1
Собственный капитал	34,2	30,5
Долг	10,2	12,2

Источник: данные компании, оценка
Банка Зенит

В текущем году компания прогнозирует увеличение показателя EBITDA в основном за счет второго полугодия, в котором негативный эффект затрат, связанных с реструктуризацией, будет уже не столь существенным, как в первые шесть месяцев текущего года и в 2005 г. При этом, учитывая средний срок окупаемости одной аптеки от двух до двух с половиной лет, большинство аптек, открытых в 2005 г., должно выйти на приемлемую рентабельность лишь к концу 2007 г. Таким образом в 2007 г. этот фактор наряду с наращиванием объемов продаж более рентабельных *private labels* должен позитивно повлиять на эффективность и отчасти компенсировать негативный эффект экспансии.

По результатам 2006 г. рост выручки прогнозируется на уровне 20.3% до \$130 млн., что представляется не слишком высокими темпами роста на фоне роста рынка в целом. Тем не менее, следует отметить, что в основном рост рынка обеспечивается программой ДЛО, в которой пока компания не участвует. При этом увеличение совокупных продаж планируется обеспечить в большей степени за счет розничного направления, доля которого в совокупном показателе за 2005 г. составила 47%, а по результатам текущего года, скорее всего, превысит 50%. В настоящее время рентабельность розничного бизнеса составляет около 7%, что сопоставимо с показателями аптечных сетей на международных рынках, тогда как у Сети Аптек этот уровень гораздо ниже в связи с агрессивными темпами экспансии. Тем не менее, мы не исключаем снижения рентабельности розничного направления в ближайшей перспективе на фоне увеличения темпов экспансии сети. Что касается рентабельности производства, то у обеих компаний рентабельность EBITDA составляет в пределах 30%, что сопоставимо с международным уровнем в 25%.

	2004		2005	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,45	2,01	0,51	1,58
Debt ratio	0,16	2,86	0,18	2,68
Current ratio	1,52	3,00	1,21	1,84
Cash ratio	0,24	3,00	0,06	0,57
Cash Conversion Cycle	72,20	1,97	76,77	1,90
Рентабельность				
Net Margin	4,6%	1,26	1,2%	0,41
EBITDA Margin	10,8%	0,75	6,3%	0,00
Operating Margin	8,4%	0,68	0,0%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	1,00	3,00	1,79	3,00
CFO/Total debt	-0,02	0,00	0,31	2,11
EBIT interest coverage	2,53	1,15	1,85	0,98
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,26	3,00	0,14	2,40
Динамика операционной прибыли	-0,09	0,41	-1,00	0,00
Оценка надежности		2,06		1,37

Наряду с рентабельностью в 2005 г. ухудшилась и долговая нагрузка Натурпродукта, хотя осталась далека от критического уровня. Долг / EBITDA остался в пределах 2.0 по сравнению с 5.5 у Сети Аптек 36.6, что, тем не менее, можно объяснить более умеренными темпами экспансии сети в прошлом году. Кроме того, следует обратить внимание на то, что покрытие процентных расходов за счет EBIT на уровне 1.85 в 2005 г. выглядит достаточно низким на фоне общеотраслевого показателя по всем ритейлерам в 6.1 (в 2005 г.). Таким образом, поскольку основной акцент делается именно на развитие розничного направления, то в ближайшем будущем следует ожидать роста соответствующих инвестиционных потребностей, которые будут лишь отчасти покрываться собственными потоками, генерируемыми в производстве. При этом денежные потоки в аптечном сегменте будут поступать в компанию с отсрочкой в два – два с половиной года, требуемой для выхода новых аптек на самоокупаемость. В связи с этим увеличение долговой нагрузки вполне предсказуемо – по результатам текущего года компания прогнозирует увеличение долга до \$35.2 млн. (практически трехкратный рост по сравнению с 2005 г.). По нашим оценкам, по результатам текущего года Долг/EBITDA составит 4.0, что соответствует среднему прогнозу по сектору и значительно лучше прогнозного показателя Аптек в 7.6.

Кредитный вывод – Натурпродукт и 36.6 характеризуются сопоставимыми уровнями рентабельности, хорошей финансовой прозрачностью и логичной структурой собственности. Кроме того, с точки зрения долговой нагрузки Натурпродукт выглядит более привлекательно. При этом, несмотря на более короткую дюрацию, дисконт по облигациям Натурпродукта к бумагам 36.6 составляет около 80 б.п., что, с нашей точки зрения, в первую очередь является следствием меньшего масштаба бизнеса. В связи с негативным эффектом реструктуризации компания приняла решение не представлять отчетность за первое полугодие текущего года, поэтому мы сможем оценить ее последствия (как негативные, так и позитивные) только на основе годовой отчетности. В связи с этим средняя доходность облигаций к оферте в 2007 г., составлявшую **10.86%** (спред к ОФЗ **550 б.п.**) мы считаем на текущий момент справедливой.

Арбат Престиж - лидер среди розничных специализированных сетей парфюмерно-косметической продукции, с долей около 45% организованного российского рынка парфюмерии и косметики. В течение 2005 г. число магазинов сети увеличилось с 16 до 28. В течение 2006 г. планируется открыть более 50 магазинов, большая часть которых будет располагаться в столичном регионе. Бизнес компании сконцентрирован в столице и области: на московские магазины приходится до 90% продаж. На втором месте по доле в совокупном обороте Санкт-Петербург – 9%.

Ввиду замедления темпов роста основных рынков компании и усиления конкуренции выход на перспективные региональные рынки является одним из главных драйверов будущего роста. Одним из главных конкурентных преимуществ компании является ценовое, которое будет играть значительную роль при региональной экспансии, принимая более низкий уровень доходов населения. Помимо региональных рынков, компания намерена выходить и на рынки стран СНГ, в частности на Украину и в Казахстан. Для привлечения финансирования региональной экспансии компания заявила о намерении разместить до 20% акций на LSE на сумму \$75-80 млн. уже в текущем году, что мы оцениваем как достаточно нереальные сроки, учитывая отсутствие заверенной независимым аудитором консолидированной отчетности за несколько исторических периодов, а также необходимость проведения реструктуризации.

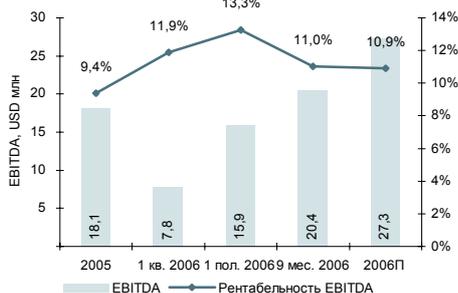
Структура Арбат Престижа, как и прочих ритейлеров второго и третьего эшелонов, объединяет множество различных компаний, девять из которых являются владельцами и операторами недвижимости, две закупочных, одного оператора розничных продаж, и три компании, занимающиеся прочими видами деятельности. Одной из характерных особенностей эмитента в отличие от большинства ритейлеров является то, что большая часть торговых площадей находится в собственности. Общая стоимость недвижимости, принадлежащей компании, на конец 2005 г. оценивалась в \$250 млн. В текущем году компания реализовала два объекта недвижимости на общую сумму 634.5 млн. руб. (\$25 млн.). Вырученные средства были направлены как на сокращение долговой нагрузки, так и на инвестиции в развитие сети. Кроме того, на продажу выставлены еще три объекта.

Арбат Престиж

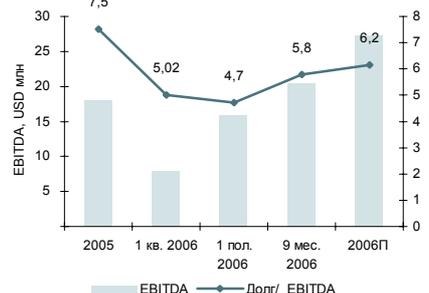
Упр. отч. Финансовые показатели, \$ млн	2005	9 мес. 2006
Выручка	192,7	185,5
ЕВIT	13,5	14,3
ЕВITDA	18,1	20,4
Чистая прибыль	3,3	1,5
СФО	(23,6)	2,7
Активы	259,8	290,7
Собственный капитал	63,8	69,4
Долг	136,1	157,8

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика ЕВITDA и рентабельности ЕВITDA



Динамика ЕВITDA и Долг/ЕВITDA



По итогам 2005 г. совокупный товарооборот вырос лишь на 3.4% с \$232 млн. до \$240 млн. по сравнению с ранее заявленным ростом до \$445 млн. Столь существенное несоответствие фактических и запланированных показателей компания объяснила проведением реструктуризации, а также тем, что большинство новых магазинов были открыты во втором полугодии, в связи с чем их вклад в увеличение оборота проявится по итогам текущего года. В 2006 г. прогноз по совокупному товарообороту согласно инвестиционному меморандуму составляет \$288 млн. (+20%). Компания представила данные управленческой отчетности за первое полугодие и девять месяцев 2006 г. В первом полугодии чистая выручка компании выросла на 68% в долларовом выражении до \$120 млн., в течение девяти месяцев – на 62% до \$ 185.5 млн. по сравнению с аналогичными периодами прошлого года.

В отношении финансовых результатов за первые шесть и девять месяцев текущего года, следует обратить особое внимание на весьма значительные процентные платежи, превысившие операционную прибыль. При этом, негативный эффект финансовых расходов был полностью нивелирован положительной курсовой разницей. Таким образом, Арбат Престиж все же отразил чистую прибыль в размере \$2.9 млн. за полугодие и \$1.5 млн. за девять месяцев, но лишь за счет фактора, не зависящего от компании. Кроме того, в течение обоих отчетных периодов мы отмечаем существенный рост расходов на рекламу, негативный эффект которых на рентабельность по ЕВITDA был компенсирован в первом полугодии значительными амортизационными отчислениями, а в течение девяти месяцев все же обусловил снижение эффективности.

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,75	0,00	0,76	0,00
Debt ratio	0,52	0,00	0,52	0,00
Current ratio	0,50	0,00	0,62	0,00
Cash ratio	0,05	0,51	0,02	0,00
CCC	2,22	2,97	56,68	2,19
Рентабельность				
Net Margin	1,7%	0,54	2,4%	0,72
EBITDA Margin	9,4%	0,48	13,3%	1,26
Operating Margin	9,3%	0,86	4,2%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	7,52	0,00	4,71	0,29
CFO/Total debt	-0,17	0,00	-0,10	0,00
EBIT interest coverage	2,04	1,02	0,63	0,66
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	-	-	0,69	3,00
Динамика операционной прибыли	-	-	0,43	3,00
Оценка надежности		0,58		1,39

По итогам 2005 г. соотношение Долг/EBITDA составило 7.52, а на текущий год мы прогнозируем показатель на уровне 6.2, исходя из результатов девяти месяцев. Debt Ratio (доля долга в активах) по итогам последнего отчетного периода составила 54%, при этом за третий квартал значительно возросла доля «коротких» денег до 78.6% с 54% в первом полугодии в основном за счет перехода части долгосрочного долга в краткосрочные обязательства. Относительно начала года объем долга в абсолютном выражении вырос на 16%, составив \$158 млн. за девять месяцев 2006 г. против \$136 млн. На наш взгляд, существенная долговая нагрузка останется одним из главных финансовых рисков компании. По нашим оценкам, абсолютный показатель долговой нагрузки на конец года может составить порядка \$170-180 млн., учитывая планы расширения сети. Операционные денежные потоки компании находятся под давлением значительных коммерческих затрат, в частности затрат на рекламу, которые составили 7.5% от совокупной выручки за девять месяцев текущего года. В дальнейшем, как и другие ритейлеры, при расширении масштабов бизнеса компания, скорее всего, столкнется с необходимостью привлекать дополнительное финансирование. Вместе с тем, переход от покупок к аренде торговых площадей в условиях роста денежного потока позволит существенно ограничить увеличение долговой нагрузки. Как следствие, мы сможем наблюдать и повышение чистой рентабельности, обусловленное сокращением процентных расходов.

Согласно последним данным, полученным от компании, Арбат Престиж планирует открыть до 56 магазинов в текущем году. При этом за истекшие девять месяцев было открыто лишь шесть. Таким образом, мы видим сильную зависимость финансовых результатов от того, сможет ли компания реализовать свои планы в столь ограниченные сроки. В случае если это удастся, то существенный рост выручки может быть обеспечен новыми магазинами в предновогодний период, на который приходится пик продаж.

Кредитный вывод: на наш взгляд, компания является весьма неоднозначной. С одной стороны, мы отмечаем наличие в собственности значительных дорогостоящих торговых площадей в Москве, лидирующие позиции на фоне роста рынка, значительные возможности в регионах, учитывая низкую конкуренцию, широкий ассортимент и ценовое преимущество, а также приемлемую рентабельность бизнеса. С другой стороны, нельзя не отметить весомую долговую нагрузку, финансовую непрозрачность, не позволяющую адекватно оценить реальную динамику за исторический период, достаточно высокую зависимость от столичного рынка и пока не проявившийся эффект региональной экспансии, а также прослеживающуюся тенденцию несоответствия заявленных планов и фактических результатов. В этой связи, если агрессивные планы компании по расширению сети и роста продаж в 2006 г. не оправдаются, мы видим возможность дальнейшего снижения кредитного качества и **расширение спреда на 20-50 б.п.** и оцениваем справедливый спред в 570-600 б.п. Средняя доходность облигаций Арбат Престижа за последний месяц составила 10.6% при спреде к ОФЗ в 550 б.п.

Единая Европа - вторая после Арбат Престижа компания, работающей на рынке косметической и парфюмерной продукции, заявившая о выходе на долговой рынок. Холдинг объединяет шесть бизнес-единиц: дистрибуция, розница, контрактное производство косметики, собственная торговая марка «Divage», логистика и управление недвижимостью. При этом основными направлениями деятельности являются дистрибуция в крупные сети, а также развитие собственной розничной сети парфюмерно-косметической продукции, «Иль де Ботэ», являющееся на настоящий момент наиболее динамично развивающимся направлением. С момента основания в 1994 г. ключевой бизнес был сосредоточен на дистрибуции международных марок парфюмерно-косметической продукции. К розничным продажам компания приступила в 1999 г., а в 2001 г. была создана сеть розничных магазинов «Иль де Ботэ», развитие которой в настоящее время является приоритетным направлением деятельности группы. На текущий год компания прогнозирует совокупный оборот холдинга в размере порядка \$280 млн., что соответствует более чем 30% росту в долларовом выражении. В течение ближайших четырех лет средние темпы роста выручки группы составят около 15%, что соответствует динамике парфюмерно-косметического рынка (10-15% в год).

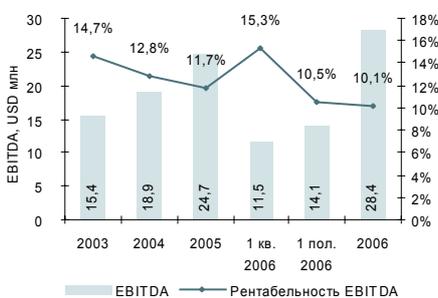
Единая Европа, занимает прочные позиции на рынке дистрибуции и по объему оборота находится на втором месте (доля оборота дистрибьюторского направления в 2005 г. составила 49% в товарообороте компании). Продажи в сегменте дистрибуции составили в прошлом году 3.7 млрд. руб., увеличившись по сравнению с предыдущим годом на 23%. По результатам текущего года компания прогнозирует замедление темпов роста до 8% (прогноз по обороту 4.1 млрд. руб.). С нашей точки зрения, наличие дистрибьюторского и логистического бизнеса у компании несет больше плюсов, чем минусов по ряду причин. Во-первых, рост рынка и спроса на парфюмерно-косметическую продукцию должен обусловить возникновение специализированных розничных сетей в регионах, а следовательно спрос на дистрибьюторские и логистические услуги. Здесь следует отметить наличие у компании крупнейшего в России логистического центра, отвечающего мировым стандартам. Во-вторых, учитывая масштаб (вторая по величине дистрибуции компания), а также незначительное количество серьезных конкурентов (всего два), Единая Европа находится в достаточно выгодном положении как потенциальный партнер для существующих и новых розничных сетей. В-третьих, поставки продукции в собственную сеть Иль де Боте способствуют росту рентабельности группы, поскольку сегменты дистрибуции и логистики демонстрируют наибольшую рентабельность среди прочих подразделений. И последнее, с точки зрения оборачиваемости денежных потоков дистрибуция является наиболее перспективной, тогда как логистика наиболее востребованной.

Единая Европа

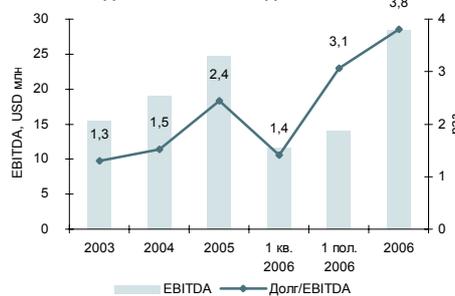
Упр. отч. Финансовые показатели, \$ млн	2005	1 пол. 2006
Выручка	210,4	134,4
ЕБИТ	23,4	12,9
ЕБИТДА	24,7	14,1
Чистая прибыль	12,3	8,6
СФО	1,4	(4,7)
Активы	135,0	155,6
Собственный капитал	43,0	50,0
Долг	60,4	86,3

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика ЕБИТДА и рентабельности ЕБИТДА



Динамика ЕБИТДА и Долг/ЕБИТДА



Иль де Ботэ, начав развитие с регионов, где на настоящий момент она является лидером, значительно опередила Арбат Престиж с точки зрения географической диверсификации. На текущий момент сеть представлена в более чем 30 российских городах. По количеству магазинов компания занимает второе место, уступая сети Л'Этуаль, а по товарообороту третье. На конец 2005 г. сеть насчитывала 41 магазин, к концу текущего планируется увеличение сети до 70 магазинов (а к 2007 г. – до 90-95, при выручке \$250 млн.) Доля розничного сегмента в совокупном товарообороте Единой Европы в 2005 г. составила 36% (\$75 млн.), при этом, принимая во внимания запланированные темпы экспансии, по результатам текущего года она может превысить 50% (\$150 млн.), а доля дистрибьюторского бизнеса – соответственно снизиться ниже 40%. Розничный сегмент, являясь наиболее динамично развивающимся, характеризуется, тем не менее, более низкой рентабельностью по сравнению с дистрибуцией (рентабельность ЕБИТДА 14% против 18% у дистрибьюторского сегмента), что объясняется затратами на рекламу и маркетинг в рознице. Оборот Единой Европы с учетом дистрибуции и оборот Арбат Престижа являются полностью сопоставимыми – в 2005 г. \$210 млн. и \$193 млн. При этом, объем продаж исключительно розничной сети Иль де Ботэ значительно уступает показателю Арбат Престижа.

С точки зрения эффективности деятельности, Единая Европа в 2005 г. опережала Арбат Престиж как по операционной рентабельности, которая составила 11.3% против 9.3% соответственно, так и по чистой рентабельности – 5.8% против 1.7%. По результатам первого полугодия текущего года разница в эффективности деятельности еще более усилилась – по операционной рентабельности 9.8% (Единая Европа) и 4.2% (Арбат Престиж), по чистой прибыли 6.4% и 2.4%, соответственно. Причем здесь следует отметить, что положительный финансовый результат за первое полугодие у Арбат Престижа был обусловлен исключительно внереализационными статьями, тогда как у Единой Европы мы видим хорошую способность генерировать операционные денежные потоки.

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,68	0,46	0,68	0,47
Debt ratio	0,45	0,02	0,55	0,00
Current ratio	1,41	2,65	1,50	3,00
Cash ratio	0,12	1,69	0,02	0,00
Cash Conversion Cycle	70,69	1,99	81,53	1,84
Рентабельность				
Net Margin	5,8%	1,55	6,4%	1,69
EBITDA Margin	11,7%	0,95	10,5%	0,69
Operating Margin	11,1%	1,22	9,8%	0,95
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	2,44	2,56	3,07	1,93
CFO/Total debt	0,02	0,00	-0,28	0,00
EBIT interest coverage	4,48	1,65	3,48	1,40
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,43	3,00	0,28	3,00
Динамика операционной прибыли	0,25	3,00	0,13	2,08
Оценка надежности		1,60		1,31

С точки зрения долгового покрытия различие компаний еще более существенное. Уже по итогам прошлого года покрытие долга за счет EBIT у Арбат Престижа составило 10 (наиболее низкий уровень по розничным операторам), то у Единой Европы – 2.4, что выглядит достаточно привлекательно на фоне среднего в 3.2. Привлечение долгового финансирования обеими компаниями в текущем году не изменит существенным образом столь очевидное различие в способности компаний обслуживать долг. Так по результатам первого полугодия соотношение Долг/EBITDA, приведенное к годовой базе, составило у Единой Европы 3.07 против 4.7 у Арбат Престижа. По нашим оценкам и прогнозам компаний, Долг/EBITDA в 2006 г. Арбат Престижа составит в пределах 6.0, а у Единой Европы - 3.8, что опять же выглядит вполне приемлемым уровнем при среднем прогнозе по сектору ритейла на уровне 4.2. При этом обе компании характеризуются совершенно идентичной долей долга в активах (Debt Ratio), составившей по результатам первого полугодия в пределах 55%. Столь существенное различие в долговом покрытии при сопоставимом Debt Ratio объясняется гораздо лучшей способностью Единой Европы генерировать денежные потоки, а также менее значительными коммерческими расходами. Так доля операционных и коммерческих затрат в выручке у Единой Европы составила 8.5%, тогда как у Арбат Престижа – 32% (по результатам первого полугодия 2006 г.). При этом, принимая во внимание увеличение доли розничного сегмента в совокупном обороте Единой Европы, мы можем ожидать увеличения расходов на рекламу и маркетинг в будущем.

Кредитный вывод: компания несет аналогичные с Арбат Престижем риски, связанные с отсутствием аудированной международной отчетности. С точки зрения структурных рисков, организационная структура Единой Европы выглядит более простой, кроме того, в результате проводимой в настоящее время реструктуризации будет сформирована логичная холдинговая структура, выстроенная по направлениям деятельности. При сопоставимом масштабе бизнеса значительно более низкая долговая нагрузка и более высокая рентабельность эмитента обуславливает более низкую доходность выпуска Единой Европы по сравнению с доходностью Арбат Престижа. Таким образом, справедливая, на наш взгляд, доходность Единой Европы с учетом премии за более длинную дюрацию, составляет **10.8-11%** к двухгодичной оферте, что представляет спред к ОФЗ в **500 - 520 б.п.**

Дикая Орхидея – крупнейшая и наиболее узнаваемая торговая сеть женского нижнего белья, работающая на рынке с 1993 г., в 2005 г. занимала 12% рынка, опережая ближайшего конкурента Эстель Адони по рыночной доле более чем в полтора раза. На конец 2005 г. сеть объединяла 110 магазинов в 22 городах России и Украины. Несмотря на достаточно широкую представленность сети в регионах, Москва пока по-прежнему остается основным рынком для компании и генерирует 75% совокупных продаж. Тем не менее, наблюдается тенденция постоянного сокращения доли столичного рынка в обороте компании – в 2005 г. до 75% с 84% в 2004 г. и до прогнозных 65% в текущем году.

К концу текущего года планируется увеличение сети до 166 магазинов, при чем в основном за счет открытия магазинов «Бюстье», ориентированных на более широкий по масштабам среднеценовой сегмент: по прогнозам компании количество магазинов, работающих под этим брэндом, увеличится с 62 в прошлом до 112 в текущем году. Это направление выделено в качестве одного из приоритетных на ближайшую перспективу и, должно стать главным фактором роста оборотов компании и расширения ее географического присутствия. Так, уже в прошлом году доля магазинов «Бюстье» в совокупных продажах выросла до 30% с 18%, тогда как доля «Дикой Орхидеи», напротив, сократилась до 57% с 70%. В текущем году, по прогнозам компании, доли обоих брэндов сравняются, а к 2008 г. на брэнд «Бюстье» будет приходиться до 60-70% совокупного оборота, что в два раза превысит долю некогда основного брэнда «Дикая Орхидея».

Наличие собственного производства позволяет компании сокращать инвестиции в складские запасы, оперативно варьировать производимый ассортимент, экономить на издержках за счет импорта материалов, отличающихся меньшей ввозной пошлиной по сравнению с готовой продукцией, а также продвигать на рынок собственные торговые марки («Вендетта» и «Декольте»), характеризующиеся более высокой рентабельностью. Доля в выручке в 2005 г марки «Вендетта» составила около 20%, а к 2007 г. планируется замещение этой маркой до 40% импортируемого товара в сети «Бюстье». Летом 2006 г. было начато производство торговой марки «Декольте», которая будет представлена в магазинах «Дикая Орхидея» и частично заместит ассортимент сети. Производство «Декольте» будет занимать около 5% от общего выпуска собственной продукции. Все вышеперечисленные факторы наряду со спецификой товара обеспечивают компании самую высокую среди прочих ритейлеров валовую рентабельность (60%).

По масштабу бизнеса Дикая Орхидея является самой небольшой розничной сетью на российском рынке. В прошлом году продажи Дикой Орхидеи выросли на 44% до \$69 млн., а уже в текущем году на фоне стремительного увеличения количества магазинов, в частности под маркой «Бюстье», компания ожидает выручку в размере \$87-100 млн. (+26-45%). К 2010 г. ожидается рост до \$320 млн. согласно консервативному сценарию. По итогам первых шести месяцев было открыто 27 новых магазинов и их общее количество составило 137. По итогам первого полугодия выручка выросла на 38% до \$42.55 млн. Планируемое введение в эксплуатацию еще 29 магазинов (до 166 магазинов к концу года) и традиционное увеличение продаж в летний и предновогодний сезоны позволит компании обеспечить выручку близкую к верхней границе планируемого диапазона (\$95 млн.).

Дикая Орхидея

Упр. отч.		1 пол.	
Финансовые		2005	2006
показатели, \$ млн			
Выручка		69,2	42,5
ЕВИТ		8,3	2,1
ЕВИТДА		8,8	3,6
Чистая прибыль		3,4	-
СФО		3,9	-
Активы		58,7	78,3
Собственный капитал		23,0	23,3
Долг		27,2	47,4

Источник: данные компании, оценка
Банка Зенит



Валовая рентабельность за последний отчетный период продолжила бить рекорды и выросла до 68% при дальнейшем снижении рентабельности ЕВИТДА до 8.4% с 12.8% на конец 2005 г., как следствие открытия значительного количества магазинов. На нижеприведенном графике наглядно пролеживается понижательный тренд рентабельности ЕВИТДА с 22.8% в 2003 г. до 8.4% в первом полугодии текущего года.

Как мы говорили, эта тенденция типична для многих активно развивающихся сетей и обусловлена увеличением операционных затрат. Кроме того, понижающее давление на рентабельность может быть следствием увеличения доли более экономичных магазинов «Бюстье» в совокупной выручке компании. По результатам 2006 г. мы прогнозируем сохранение рентабельности EBITDA на текущем уровне, что связано с открытием значительного количества новых магазинов в текущем году, которые не успеют выйти на максимальные обороты, с одной стороны, и открытие которых обусловит рост соответствующих затрат, с другой. Тем не менее, в будущем мы не исключаем возможности постепенного повышения рентабельности на фоне увеличения доли более рентабельных private labels и выхода вновь открытых магазинов на запланированный размер оборотов.

По результатам первого полугодия даже с учетом рефинансирования краткосрочной задолженности Debt Ratio компании значительно возросла, составив 61%. В результате приемлемое долговое покрытие в 3.1 в 2005 г. против среднего по непродуктовым сетям в 3.9, резко ухудшилось до 6.6 по результатам первых шести месяцев. На конец текущего года при условии отсутствия дополнительных заимствований покрытие долга за счет EBITDA, по нашим прогнозам, чуть улучшится до 5.8. С точки зрения структуры кредитного портфеля по срочности наличия годовой оферты по займу фактически означает, что компания увеличила долю краткосрочного долга в портфеле.

Инвестиционная программа компании на ближайшие три года подразумевает инвестиции в размере \$45-50 млн., которые будут направлены на развитие торговых сетей (планируется открытие около 200 магазинов, т.е. число магазинов должно превысить 360 к концу 2008 г.) и расширение собственного производства (в конце текущего года планируется начать строительство еще одной швейной фабрики). Учитывая средние затраты на открытие одного магазина около \$250 тыс. и потребность в инвестициях для расширения собственного производства, компания столкнется с проблемой недостаточности собственных средств и увеличения долговой нагрузки, что приведет к дальнейшему снижению кредитного качества в среднесрочной перспективе. Таким образом, устойчивость финансового состояния и качества обслуживания долга будет во многом зависеть от успеха в области маркетинга и сбыта. На наш взгляд, предпринимаемые эмитентом шаги по переводу наиболее значительной части ассортимента продукции в более экономичный сегмент, должны иметь позитивные последствия для динамики денежных потоков, учитывая, что в настоящее время продукция «масс-маркет», являясь наиболее востребованной в силу наиболее оптимального соотношения цены и качества, не имеет широкой представленности на рынке. Более низкая рентабельность продукции данного сегмента, на наш взгляд, будет нивелирована увеличением объема продаж, так что мы не видим существенного риска понижения эффективности.

	2004		2005	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,58	1,11	0,61	0,95
Debt ratio	0,52	0,00	0,47	0,00
Current ratio	1,78	3,00	2,03	3,00
Cash ratio	0,08	0,98	0,15	2,04
Cash Conversion Cycle	260,44	0,00	229,98	0,00
Рентабельность				
Net Margin	7,8%	2,04	5,0%	1,34
EBITDA Margin	14,4%	1,48	12,8%	1,15
Operating Margin	14,2%	1,84	12,2%	1,43
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	3,01	1,99	3,10	1,90
CFO/Total debt	-0,21	0,00	0,12	0,22
EBIT interest coverage	3,14	1,31	2,30	1,09
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,35	3,00	0,44	3,00
Динамика операционной прибыли	-0,07	0,56	0,23	2,93
Оценка надежности		1,33		1,47

Одним из позитивных аспектов в финансовом состоянии компании является высокий коэффициент текущей ликвидности, составивший в 2005 г. составил 2.0. Тем не менее, здесь следует сделать оговорку, что в силу специфики деятельности оборотный капитал компании формируется в основном за счет увеличения товарно-материальных запасов, срок оборачиваемости которых является максимальным по представленным в настоящем отчете сетям – 302 дня, против среднего по непродуктовым ритейлерам в 108 день. Наиболее сравнимым выглядит показатель Техносилы – 166 дней. Мы полагаем, что увеличение доли менее дорогостоящей продукции под частными марками и замещение части импортируемого ассортимента улучшит оборачиваемость запасов и сократит конверсионный цикл наличности, который также значительно превышает средний уровень по прочим непродуктовым сетям, 230 дней против 73 соответственно.

Увеличение оборачиваемости наличности должно, во-первых, снизить потребности в финансировании оборотного капитала, а соответственно, в заемных средствах, и во-вторых, обеспечить возможность направлять высвобождаемые денежные средства в наращивание продаж.

Кредитный вывод: компания является одной из самых небольших по годовому обороту, а специфика товара не позволяет наращивать продажи темпами, присущими продуктовым ритейлерам. При этом собственных средств явно недостаточно для удовлетворения собственного «аппетита» расширения сети, что в итоге выражается в высокой текущей долговой нагрузке с дальнейшим потенциальным увеличением кредитного плеча. Понижительный тренд рентабельности на протяжении ряда периодов указывает на то, что затраты на открытие новых магазинов пока не покрываются генерируемыми от их деятельности денежными потоками. Кроме того, переход в более экономичный сегмент также на настоящий момент не имеет эффекта масштаба, и доля *private labels* не столь существенна, чтобы за их счет можно было бы реверсировать понижительный тренд. На более длинном отрезке кривой косвенным аналогом для Дикой Орхидеи, на наш взгляд, можно считать облигации Азбуки Вкуса. Компании сопоставимы не только по небольшим масштабам бизнеса, но и с точки зрения высокого ценового сегмента, в котором представлена значительная доля ассортимента, а также вытекающей отсюда высокой эффективности деятельности. На наш взгляд, спрэд Дикой Орхидеи в силу специфики ассортимента, характеризующегося более эластичным спросом, чем продукты питания, должен быть шире спрэда Азбуки Вкуса (550 б.п.) на 50-70 б.п. Таким образом, на более длинном отрезке кривой мы оцениваем справедливый спрэд Дикой Орхидеи на уровне **600-620 б.п.** к ОФЗ

Лаверна - основана в Санкт-Петербурге в 1992 г. Первоначальной сферой деятельности компании была розничная торговля европейскими строительно-отделочными материалами, а в настоящее время на розничную торговлю приходится лишь 6% совокупного оборота группы. Оптовые поставки строительно-отделочных материалов, представляющие основное направление деятельности, диверсифицированы по нескольким каналам сбыта: несетевая розница, крупные специализированные магазины формата *Do It Yourself*, продажи по образцам, поставки на коммерческие объекты, а также в сеть собственных магазинов. География продаж «Лаверны» охватывает шесть федеральных округов. Наибольшую долю в обороте группы «Лаверна» занимают Московский и Новосибирский филиалы (более 50%).

На настоящий момент основной канал сбыта - поставки в несетевую розницу, доля которого составила в 2005 г. 75%. Тем не менее, на фоне наблюдаемой общерыночной тенденции перехода к организованным формам торговли Лаверна планирует к 2008 г. сократить поставки в несетевую розницу до 53%, и напротив увеличить продажи в наиболее динамичный и рентабельный сегмент современных форм торговли (DIY) с 11% до 29%, в рамках которого крупнейшими контрагентами компании являются такие сети как OBI, Leroy Merlin, Максидом, Castorama. Увеличение доли поставок в специализированные сети будут способствовать поддержанию приемлемого уровня рентабельности на фоне запланированного расширения бизнеса к 2008 г. до \$722 млн. с \$451 млн. в 2005 г. Хотя с одной стороны, уровень цен в специализированных сетях строительных материалов соответствует или даже чуть ниже цен в несетевой рознице, тем не менее, поддержание надлежащего уровня рентабельности, с нашей точки зрения, будет обеспечено наличием договоров о поставках значительных объемов.

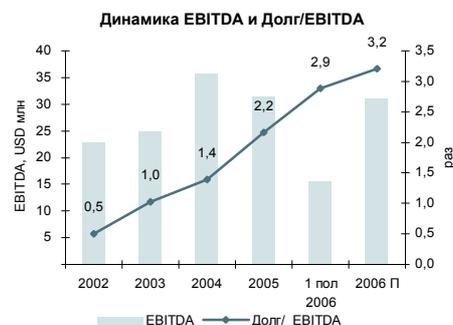
В 2005 г. рост оборота составил 21%. Аналогичные темпы роста запланированы и на 2006 г. до \$548 млн. В дальнейшем компания планирует сохранить темпы роста на уровне порядка 15% в год, что будет обусловлено как общим ростом рынка строительно-отделочных материалов, так и увеличением рыночной доли компании до 10% к 2008 г. (на настоящий момент 9%).

Основу розничного бизнеса составляет торговая сеть «ДОМ-Лаверна», представленная 8 магазинами в Санкт-Петербурге. В 2005 г. был запущен новый розничный проект, экономичная сеть гипермаркетов товаров для дома «СантаХаус», ориентированная на широкие массы потребителей. Инвестиции в данный проект уже составили около \$13 млн., а в текущем году планируется инвестировать еще порядка \$17 млн. В ближайшие четыре года предполагается открытие более 60 магазинов этого формата в различных регионах России. Принимая во внимание целевой оборот одного магазина сети, порядка \$10-14 млн., по мере выхода магазинов на запланированный уровень компания ожидает рост выручки от розничного направления до \$600-800 млн. после 2010-2011 гг. по сравнению с \$27 млн. в 2005 г.

Лаверна

Упр. Отч. Финансовые показатели, \$ млн	2005	1 пол. 2006
Выручка	451,4	218,6
ЕБИТ	29,8	14,5
ЕБИТДА	31,5	15,6
Чистая прибыль	43,4	9,5
СФО	37,5	4,6
Активы	188,9	225,7
Собственный капитал	79,3	73,0
Долг	68,1	89,8

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит



На текущий момент группа не является юридически оформленной холдинговой структурой, и в общей сложности объединяет 12 операционных компаний, которые по функциональному признаку можно отнести к четырем специализациям: закупочная деятельность, оптовые продажи, розничная сеть, управление недвижимостью. Отсутствие понятной структуры и аудированной консолидированной отчетности обуславливает наличие рисков низкой прозрачности: отчетность поручителей по займу не отражает финансовых потоков группы, приведенных в управленческой отчетности. Тем не менее, в течение этого года компания планирует завершить процесс реорганизации, а несколько позднее раскрыть финансовую отчетность по МСФО за 2006 г.

Данные управленческой отчетности Лаверны за 2005 г. и первое полугодие текущего года свидетельствуют о достаточно стабильном финансовом состоянии, хотя нельзя полностью на них полагаться в силу указанных причин. Выручка за 2005 г. выросла на 21% до \$451.4 млн. Хотя рентабельность по EBITDA в течение прошлого года снизилась до 7% с 9.6% в 2004 г. на фоне 40% роста операционных затрат, существенного негатива и возникновения весомых дополнительных финансовых рисков это не повлекло: соотношение Долг/EBITDA осталось на приемлемом уровне в 2.2. Исходя из прогноза компании по выручке на текущий год (\$548 млн.) и динамики EBITDA за первое полугодие, на текущий год мы прогнозируем дальнейшее снижение рентабельности EBITDA до 5.7% в виду существенного роста общих, коммерческих и административных расходов, темпы роста которых в первом полугодии значительно превысили темпы роста выручки. С нашей точки зрения, рост затрат мог быть вызван запуском нового розничного проекта «Санта Хаус», в рекламу и логистическое обслуживание которого компания инвестировала значительные средства. Расширение сети «Санта Хаус» (до 60 торговых объектов) может обусловить продолжение негативной динамики эффективности и в будущем.

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,58	1,13	0,68	0,49
Debt ratio	0,36	0,88	0,40	0,52
Current ratio	1,33	2,34	1,56	3,00
Cash ratio	0,14	1,95	0,19	2,72
Cash Conversion Cycle	83,41	1,81	95,03	1,64
Рентабельность				
Net Margin	9,6%	2,48	4,4%	1,19
EBITDA Margin	7,0%	0,00	7,1%	0,02
Operating Margin	6,6%	0,32	6,6%	0,33
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	2,17	2,83	2,88	2,12
CFO/Total debt	0,55	3,00	0,10	0,02
EBIT interest coverage	5,20	1,84	4,05	1,54
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,21	3,00	0,02	1,18
Динамика операционной прибыли	-0,15	0,00	0,10	1,88
Оценка надежности		1,66		1,28

На настоящий момент Лаверна характеризуется весьма умеренной долговой нагрузкой (доля долга в активах по результатам первого полугодия составила 40% против среднего 49% по непродуктовым розничным операторам), и стабильностью обслуживания финансовых обязательств – Долг/EBITDA 2.9 против 4.1 соответственно. При этом рефинансирование краткосрочных обязательств в размере около \$19 млн. (540 млн. руб.), т.е. более 50% привлеченного займа, улучшило структуру кредитного портфеля компании по срочности – доля краткосрочного долга снизилась до 59% в первом полугодии 2006 г. по сравнению с 100% в 2005 г. Исходя из долговой нагрузки за шесть месяцев текущего года, а также учитывая осторожную финансовую политику компании, абсолютный показатель долговой нагрузки на конец текущего года составит в около \$90-100 млн., а покрытие долга за счет EBITDA не должно существенно измениться с текущего уровня (3.1-3.3).

Кредитный вывод: диверсифицированная структура сбыта, широкий ассортимент и географическое присутствие создают предпосылки для успешного развития бизнеса Лаверны. При этом компания демонстрирует способность генерировать и наращивать собственные денежные потоки на протяжении последних трех лет. С нашей точки зрения, Лаверна имеет весьма устойчивые позиции и хорошие перспективы, принимая во внимание высокие темпы роста рынка строительных материалов, а также постепенный переход к современным форматам торговли (сетевая розница в отличие от неорганизованных рынков). В этой связи, основная часть финансовых вложений в развитие розничного проекта будет покрываться за счет денежных потоков, генерируемых в оптовом сегменте. При этом, учитывая высокие инвестиционные потребности (уже в текущем году они могут составить до \$30 млн.), мы не исключаем, что компания может увеличить кредитное плечо. Однако осторожная финансовая политика, которой придерживается эмитент, позволяет нам предположить, что резкого увеличения долгового бремени не будет. В связи с этим, ключевым риском остается риск низкой прозрачности финансовых потоков и отсутствия аудированной отчетности. Среднюю доходность по выпуску (9.94% к оферте в апреле 2007 г.) вряд ли можно считать показательной в силу небольшой дюрации выпуска. В то же время, из числа других непродуктовых ритейлеров Лаверну можно сравнить с Единой Европой, которая также является оптовым дистрибьютером, активно развивающим собственную розницу. Кроме того, компании сопоставимы как по умеренной долговой нагрузке, так и с точки зрения консервативной финансовой политики. Таким образом, мы считаем спрэд в 500 – 520 б.п. справедливым для Лаверны на более длинном отрезке ОФЗ.

ТОП-Книга, основанная в 1995 г. в Новосибирске как оптовая книготорговая компания, на сегодняшний день является крупнейшей национальной сетью с 6% долей российского книжного розничного рынка. В течение ближайших лет ТОП-Книга планирует активно развивать торговую сеть, и к 2008 г. занять 15-20% рынка, обеспечив выручку до \$500 млн. (13,5 млрд. руб.) На настоящий момент компания помимо оптовой торговли развивает несколько розничных форматов – «Книгомир», «Лас-Книгас», «Пиши-читай», «Сорока», а также один проект cash & carry – «Литера», таким образом объединяя в своей структуре более 300 магазинов в 56 субъектах РФ, в т.ч. действующих по договору франчайзинга. В течение 2006 – 2008 гг. компания намерена открыть до 665 магазинов, инвестировав только в развитие розничной сети до 1.7 млрд руб. (70% от предусмотренных на период совокупных капитальных затрат).

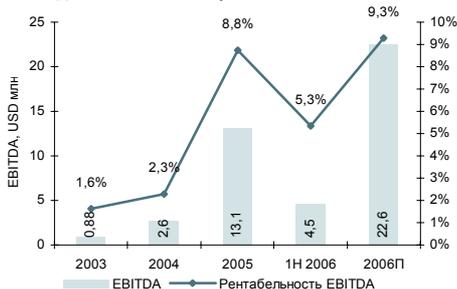
Ключевыми рынками являются Сибирь и Урал, на которые пришлось 27% и 20% продаж за первое полугодие текущего года, при этом наблюдается и увеличение до 15% доли наиболее привлекательного столичного рынка, который характеризуется наиболее высоким уровнем потребления и стоимостью продукции. Основная доля выручки приходится на сегмент розничных продаж, обеспечивающий более 70% оборота. При этом около 18% приходится на канцелярские товары и 70% на книжную продукцию. Здесь следует отметить, что компания проводит политику диверсификации бизнеса, не концентрируясь лишь на книготорговом направлении. Ежегодно увеличивается доля продаж канцелярских товаров и журнальной продукции в совокупной выручке. В прошлом году выручка компании выросла на 64% до \$150 млн., что наряду с эффективным контролем затрат обеспечило значительное повышение рентабельности EBITDA с 2.9% до 8.8%. Еще одним фактором роста рентабельности в 2005 г., на наш взгляд, может быть увеличение доли розничных продаж в совокупном обороте за счет сокращения оптовой реализации. Так, доля розничных продаж составила 65% против 59% годом ранее. Фактор расширения собственной сети будет оказывать повышательное давление на эффективность бизнеса и в дальнейшем. На текущий год компания прогнозирует 53% прирост оборота до \$230, что представляется вполне реальным, принимая во внимание 48% рост выручки до \$85 млн. в первом полугодии (в прошлом году выручка 1 полугодия составила 38% годового оборота).

ТОП-Книга

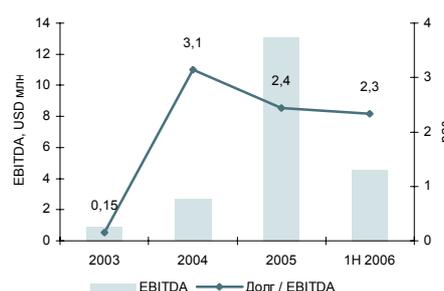
РСБУ		
Финансовые показатели, \$ млн	2005	1 пол. 2006
Выручка	149,8	85,1
ЕВIT	8,3	3,2
ЕВITDA	13,1	4,5
Чистая прибыль	4,1	0,6
СФО	(11,7)	(17,7)
Активы	75,1	99,5
Собственный капитал	19,0	20,8
Долг	32,0	52,6

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит

Динамика EBITDA и рентабельности EBITDA



Динамика EBITDA и Долг/EBITDA



С точки зрения эффективности компания выглядит достаточно привлекательно, хотя специфика бизнеса не позволяет напрямую сравнивать ее с прочими розничными сетями. Так, 8,8% рентабельность EBITDA в 2005 г. превышала средний уровень по непродуктовым ритейлерам в 7,6%. В первом полугодии компания зафиксировала ее снижение до 5,3%, что объясняется значительным ростом управленческих расходов, а также ярко выраженным фактором сезонности бизнеса. Исторически пик продаж, согласно данным компании, приходится на третий квартал, а спад – на второй. В этой связи основной рост рентабельности приходится на второе полугодие. Следовательно, на основе опыта прошлого года можно допустить, что компания обеспечит запланированные на текущий год показатели EBITDA и рентабельности на уровне \$22.6 млн. (600 млн. руб.) и 9.3% соответственно. В феврале ТОП-Книга разместила дебютный выпуск облигаций на 700 млн. руб. Полученные средства планировалось направить на рефинансирование долга компании (около 70%) и финансирование программы капитальных вложений (30%), которые предусмотрены в объеме порядка \$90 млн. (2.4 млрд. руб.) на 2006 – 2008 гг.

Долговая нагрузка ТОП-Книги на конец 2005 г. на уровне 43% полностью соответствовала среднему уровню по прочим непродуктовым сетям в 45%. По результатам первого полугодия привлечение долгового финансирования, хотя и снизило риск краткосрочного характера кредитного портфеля (доля «коротких» денег сократилась с начала года более чем в полтора раза с 63% до 36%), с другой стороны, существенно увеличило долговую нагрузку до 53%. Тем не менее, исходя из допущения, что компания обеспечит запланированный показатель EBITDA на уровне \$22.6 млн, соотношение Долг/EBITDA останется практически без изменений и составит 2.3. В случае, если компания не обеспечит запланированный показатель EBITDA, покрытие долга может существенно ухудшиться.

Некоторая ограниченность собственных ресурсов может вынудить компанию активно использовать инструменты внешнего финансирования, что, в свою очередь, повлечет дальнейший рост долгового бремени и окажет дальнейшее негативное влияние на кредитное качество. Так, недавно ТОП-Книга заявила намерение привлечь еще 1.5 млн. руб. на публичном рынке. В случае размещения второго облигационного займа и направления 100% на рефинансирование долговая нагрузка останется практически без изменений (2.5). В случае 50% рефинансирования соотношение Долг/ЕБИТДА существенно возрастет до 3.6 (при прогнозной ЕБИТДА \$22.6), что, впрочем, по-прежнему будет выше среднеотраслевого показателя.

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,75	0,02	0,79	0,00
Debt ratio	0,42	0,25	0,53	0,00
Current ratio	1,11	1,42	1,74	3,00
Cash ratio	0,05	0,38	0,03	0,12
Cash Conversion Cycle	19,55	2,72	89,85	1,72
Рентабельность				
Net Margin	2,8%	0,80	0,7%	0,30
ЕБИТДА Margin	8,7%	0,35	26,6%	3,00
Operating Margin	6,4%	0,27	5,1%	0,02
Адекватность денежных потоков				
Total debt/ЕБИТДА	2,43	2,57	2,33	2,67
СFO/Total debt	-0,37	0,00	-0,68	0,00
ЕБИТ interest coverage	3,26	1,34	1,50	0,89
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,64	3,00	0,48	3,00
Динамика операционной прибыли	2,72	3,00	0,97	3,00
Оценка надежности		1,24		1,36

Стоит отметить, что одним из главных преимуществ ТОП-Книги перед большинством розничных операторов второго и третьего эшелона является относительная прозрачность выпуска: эмитентом выступает компания, координирующая основной денежный поток, на балансе которой отражаются ключевые активы. Таким образом, подготавливаемая управленческая отчетность достаточно репрезентативно отражает финансовое состояние эмитента в целом. В то же время не стоит упускать из виду, что существенная доля торговых площадей принадлежит компании лишь на правах аренды, в связи с чем в будущем существует риск увеличения арендных платежей и, как следствие, снижение валовой рентабельности.

Кредитный вывод: основными преимуществами компании перед многими розничными сетями второго и третьего эшелона являются прозрачная организационная структура и структура самого выпуска, а также умеренная долговая нагрузка при рентабельности, соответствующей среднеотраслевому показателю. Тем не менее, небольшой масштаб бизнеса и ограниченность собственных потоков, недостаточных для покрытия инвестиционных потребностей, связанных с агрессивными планами экспансии, обуславливают риск увеличения кредитного плеча в будущем. При этом позитивным является намерение компании (хотя пока не уточненное по срокам) провести реорганизацию в открытое акционерное общество, подготовить отчетность по международным стандартам и провести IPO. Текущая доходность ТОП-Книги в силу короткой дюрации не является показательной, в связи с чем на более длинном отрезке мы также сопоставляем компанию с Азбукой Вкуса (550 б.п.), учитывая небольшой масштаб бизнеса, а также специфичность бизнеса обеих компаний (продуктовый бутик и книготорговля). Тем не менее, больший масштаб бизнеса, более широкое географическое присутствие и менее существенные экономические риски ТОП-Книги, наряду с потенциальным повышением прозрачности обуславливают менее широкий спред к ОФЗ, который, по нашим оценкам, должен составлять **490-500 б.п.** к ОФЗ на более длинном отрезке кривой.

Автомир - один из крупнейших российских автодилеров, созданный в 1993 г., занимавший в 2005 г. 9.7% столичного рынка новых автомобилей и 3.3% федерального. На настоящий момент сеть компании включает 14 ТСК, один автосалон, два сервисных центра. К концу 2009 г. планируется увеличение количества торгово-сервисных комплексов (ТСК) до 43 объектов и двукратный рост выручки до \$1592 млн. с \$772 млн. в 2005 г. В конце прошлого года Автомир провел реструктуризацию, относительно упростив и выстроив по направлениям деятельности юридическую структуру, которая, на наш взгляд, все же остается достаточно непрозрачной. На сегодняшний день Холдинг ЗАО «НП Автомир» объединяет компании, владеющие недвижимостью, логистическую компанию, розничные автомобильные фирмы, являющиеся отдельными юрлицами, оптовых автомобильных дилеров, а также компании, предоставляющие сервисные услуги, занимающиеся вопросами аренды и корпоративными продажами.

Учитывая хорошо известный брэнд и позитивную рыночную репутацию, позиции Автомира на рынке автодилеров достаточно прочные. В настоящее время Автомир является дилером 15 автомобильных марок, семь из которых входят в десятку самых продаваемых в России. Уже в 2007 г. компания планирует стать лидером по 10 top-маркам на российском рынке, что согласно заявлениям руководства, на два года опережает ранее намеченные планы. Пока основные продажи приходятся на московский регион, однако уже в 2007 г. доли Москвы и региональных рынков планируется сравнять, а с 2008 г. прогнозируется нарастание доли регионов в товарообороте компании, чему будет способствовать активные инвестиции в развитие (\$130 млн. с 2006 по 2009 гг.). В последние годы, следуя рыночным тенденциям и изменению потребительского поведения, компания начала уделять все больше внимания развитию сервисного направления, являющегося более рентабельным по сравнению с реализацией автомобилей. Так, если в 2002 г. доля сервисных услуг в совокупном валовом доходе составляла 20%, то в текущем году показатель, по прогнозам компании превысит 40%.

Автомир

Упр. отч. Финансовые показатели, \$ млн	2005	1 пол 2006
Выручка	771,7	457,5
ЕВИТ	16,7	13,6
ЕВИТДА	19,8	15,2
Чистая прибыль	7,4	8,0
СФО	24,1	(13,9)
Капитальные затраты	(8,8)	(12,2)
Активы	171,3	212,9
Собственный капитал	71,3	75,9
Долг	68,8	101,1

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит



На текущий год компания прогнозирует выручку на уровне \$1 035 млн. (+34%) и ЕВИТДА \$30 млн. (+50%), в результате чего рентабельность ЕВИТДА возрастет до 2.9% с 2.6% в 2005 г., когда было отражено ее резкое снижение в результате 44% роста операционных затрат. В первом полугодии 2006 г. рентабельность ЕВИТДА выросла до 3.3%. На 01.07.06 абсолютный показатель долговой нагрузки компании составил \$101 млн. (+46% относительно начала года), что было вызвано двукратным увеличением краткосрочной банковской задолженности. Исходя из текущей долговой нагрузки и допущения, что фактически все привлеченные средства будут направлены на рефинансирование (на текущую инвестиционную программу был направлен бридж-кредит, который будет погашен), и компания обеспечит планируемый 50% рост ЕВИТДА, покрытие долга по итогам года останется практически в том же диапазоне на уровне 3.4.

	2005		1 пол 2006	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,58	1,11	0,64	0,71
Debt ratio	0,40	0,48	0,47	0,00
Current ratio	1,44	2,75	1,13	1,51
Cash ratio	0,08	1,00	0,07	0,85
Cash Conversion Cycle	44,59	2,36	39,71	2,43
Рентабельность				
Net Margin	1,0%	0,36	1,7%	0,55
ЕВИТДА Margin	2,6%	0,00	3,3%	0,00
Operating Margin	2,2%	0,00	3,0%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/ЕВИТДА	3,48	1,52	3,32	1,68
СФО/Total debt	0,33	2,27	-0,28	0,00
ЕВИТ interest coverage	1,80	0,96	2,43	1,12
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,18	2,79	0,19	2,86
Динамика операционной прибыли	-0,31	0,00	0,63	3,00
Оценка надежности		1,20		1,13

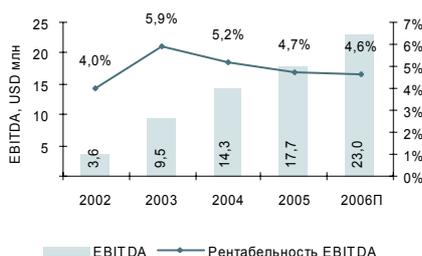
Инком – Авто

Инком-Авто с рыночной долей в 2,6% занимает третье место среди автодилеров, работающих на отечественном рынке, после Автомира и Рольфа. Первый автосалон был открыт в 1992 г., и на настоящий момент сеть объединяет 12 центров продаж, восемь сервисных центров и два дилерских центра. Рост продаж в физическом выражении в прошлом году составил 19%, в денежном – 34,5%. По результатам текущего года компания планирует сохранить аналогичные темпы роста и довести продажи до 45 тыс. автомобилей в год, а также обеспечить выручку в размере \$500 млн. В ближайшие два года компания намерена открыть 11-13 новых автосалонов и три технических центра как в Москве, так и в регионах. В настоящий момент Инком-Авто является дилером восьми автомобильных марок (из них две отечественные), а по итогам текущего и следующего годов планирует увеличить общее число марок и стать дилером восьми из десяти наиболее продаваемых автомобильных марок.

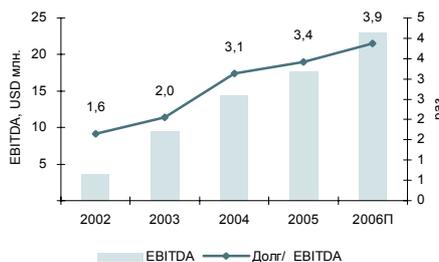
Упр. отч.		
Финансовые		
показатели, \$ млн	2004	2005
Выручка	277,8	373,8
ЕВИТ	12,8	15,6
ЕВИТДА	14,3	17,7
Чистая прибыль	5,0	6,0
СФО	(4,7)	(11,8)
Активы	60,4	98,8
Собственный капитал	28,5	29,6
Долг	45,1	60,5

Источник: данные компании, оценка
Банка Зенит

Динамика ЕВИТДА и рентабельности ЕВИТДА



Динамика ЕВИТДА и Долг/ЕВИТДА



На текущий момент группа объединяет 22 компании, при этом структура в отличие от Автомира не выстроена по направлениям деятельности. Рыночная доля Инком-Авто составляет 2,6% против 3,3% у Автомира. По масштабам бизнеса Инком-Авто в два раза уступает Автомиру – выручка за 2005 г. \$374 млн против \$772 млн. соответственно. По количеству проданных автомобилей в 2005 – 2006П Автомир также опережает Инком-Авто на 20%, демонстрируя при этом более высокие темпы годового прироста продаж. В отношении структуры продаж, Инком-Авто исторически являлся дилером автомобилей российского производства, доля которых более существенна и составляет 61% в физическом и 56% денежном выражении, тогда как у Автомира – 45% и 27% соответственно. При этом следует отметить, что наблюдается ее постепенное сокращение в пользу иномарок (сокращение с 81% в 2001 г. до 61% в 2005 г.).

	2004		2005	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,65	0,69	0,70	0,33
Debt ratio	0,56	0,00	0,61	0,00
Current ratio	1,36	2,43	2,47	3,00
Cash ratio	0,02	0,00	0,09	1,15
Cash Conversion Cycle	56,88	2,19	59,12	2,16
Рентабельность				
Net Margin	1,8%	0,56	1,6%	0,51
ЕВИТДА Margin	5,2%	0,00	4,8%	0,00
Operating Margin	4,8%	0,00	4,2%	0,00
Адекватность денежных потоков				
Total debt/ЕВИТДА	3,14	1,86	3,40	1,60
СФО/Total debt	-0,55	0,00	0,14	0,41
ЕВИТ interest coverage	1,85	0,97	1,74	0,95
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,74	3,00	0,35	3,00
Динамика операционной прибыли	0,52	3,00	0,18	2,52
Оценка надежности		1,13		1,20

Помимо макроэкономических рисков, присущих всем импортерам, Автомир и Инком-Авто несут специфические отраслевые риски, а именно, так называемое зонирование рынка производителями и обострение конкуренции при проведении тендеров на получение зон в дилерское обслуживание. С точки зрения кредитного качества компании несут идентичные структурные риски и риски «финансовой непрозрачности». При этом, Инком-Авто, уступая Автомиру в два раза по масштабу деятельности, является более эффективной компанией – рентабельность ЕВИТДА составила 4,7%, против 2,6% Автомира в 2005 г.

Обе компании характеризуются невысокими капитальными затратами, доля которых в выручке очень маленькая (1% в 2005 г.). При этом, с точки зрения покрытия капитальных затрат за счет собственных средств, возможности Инком-Авто в два раза превышают возможности Автомира: по результатам 2005 г. покрытие капзатрат за счет EBITDA составило 4.1 против 2.3 соответственно. Покрытие долга за счет EBITDA по результатам 2005 г. у Автомира и Инком-Авто идентичное 3.47 против 3.42 соответственно. При этом если в 2006 г. показатель долгового покрытия Автомира, по нашим оценкам, останется в этом же диапазоне (3.4), то у Инком-Авто (при допущении 50% рефинансирования) возрастет до 3.9. Процентное покрытие у обеих компаний за последний отчетный год также практически одинаковое (1.7 – 1.8), что чуть ниже среднего уровня по непродуктовым розничным сетям, составляющего 2.0.

Кредитный вывод: компании являются прямыми конкурентами, несут аналогичные структурные, отраслевые и финансовые риски, а также характеризуются сопоставимым кредитным качеством. Более высокая эффективность Инком-Авто нивелируется меньшим масштабом бизнеса и менее агрессивной региональной экспансией, что обуславливает премию Инком-Авто к Автомиру. Средняя доходность облигаций Инком-Авто составила **12.24%** к годовой ofercie при спреде к ОФЗ в **770 б.п.**, Автомира **11.9%** к годовой ofercie и **670 б.п.** соответственно, что по нашему мнению, соответствует справедливым уровням.

Техносила, позиционирующая себя как сеть магазинов для среднего класса, занимает третье место по выручке за 2005 г. и по количеству магазинов среди компаний, торгующих бытовой техникой и электроникой. Компания уступает дискаунтеру Эльдорадо (\$3 млрд. и 369 магазинов) и М.Видео (\$1.2 млрд. и 58 магазинов), работающему в сегменте «выше среднего». В прошлом году выручка Техносила, объединяющей 52 магазина, составила \$601 млн. На настоящий момент сеть объединяет 76 магазинов, расположенных в 23 российских регионах, и к концу года планируется открытие еще пяти торговых объектов. В 2005 г. доля Техносила на рынке бытовой техники составляла 7-8% (против 28% у Эльдорадо и 10% у М.Видео), а к 2008 г. компания планирует занять до 10%.

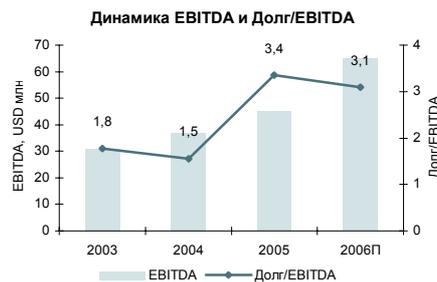
В настоящее время Техносила реализует инвестиционную программу, основным направлением которой является региональная экспансия. К 2008 г. планируется увеличение количества магазинов до 140 (ежегодное открытие 30 магазинов), при этом значительная их часть будет расположена в Северо-Западном, Поволжском, Уральском и Центрально-Черноземном регионах. Средний уровень затрат на открытие одного торгового комплекса составляет порядка \$4-7 млн. (из которых \$2.3 – 4.3 млн. приходится на стоимость недвижимости). Общий объем инвестиций в текущем году запланирован на уровне \$52 млн., из них \$21 млн. будет направлено на приобретение недвижимости и \$31 млн. на строительно-монтажные работы и покупку оборудования. На 2007 и 2008 гг. ежегодные инвестиции на открытие новых магазинов запланированы в объеме \$30 млн. Как правило, средний срок окупаемости одного торгового центра варьируется в диапазоне 3-5 лет.

Помимо строительства собственных и открытия арендованных магазинов Техносила приняла решение о строительстве собственного логистического терминала в Подмосковье, инвестиции в который превысят \$100 млн. Наличие единого центра позволит компании оптимизировать работу с регионами посредством централизации товарных поставок на основе маркетинговых исследований потребительских потребностей в том или ином регионе. На настоящий момент в собственности торговой сети находится 24% торговых площадей (14 магазинов общей площадью 32 тыс. м.), остальные площади арендуются (в среднем на 10 лет). Данное соотношение собственных и арендуемых площадей компания намерена поддерживать и в дальнейшем, направляя на открытие собственных и арендованных магазинов по 34% и 66% совокупных капитальных затрат соответственно. Тем не менее, оценка стоимости принадлежащей компании недвижимости не представляется возможной.

Техносила

Упр. отч. Финансовые показатели, \$ млн.	2004	2005
Выручка	507	601
ЕВГП	32	37
ЕВТДА	37	45
Чистая прибыль	28	30
СФО	12	(66)
Активы	236	395
Собственный капитал	136	166
Долг	57	151

Источник: данные компании, оценка Банка Зенит



На фоне региональной экспансии прогноз по выручке в текущем году составляет \$ 1.065 млрд. и \$2.4 млрд. в 2008 г. Основными факторами существенного роста продаж станут не только региональная экспансия сети, но и рост выручки с 1 кв.м. торговой площади. В настоящее время этот показатель колеблется от \$8 до \$10 тыс. в год, и компания планирует его увеличение на 30% за счет оптимизации ассортимента и изменения ценовой политики. Одним из перспективных направлений регионального развития является развитие программы франчайзинга преимущественно в городах с населением менее 100 тыс. человек в Подмосковье и менее 200 -250 тыс. в регионах.

За девять месяцев текущего года оборот сети вырос на 60% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, что значительно опережает не только темпы роста конкурентов и рынка бытовой техники в целом, но и собственные среднегодовые темпы роста за последние два года, составившие 30%. При этом, следует отметить, что основной рост пришелся на первое полугодие, пока рынок еще рос. Во втором полугодии рынок вошел в стадию стагнации после постепенного замедления темпов роста, начиная с 2005 г. По оценкам участников рынка, причинами, лежащими в основе замедления роста рынка и последовавшей стагнации, является исчезновение бума потребительского кредитования на покупку бытовой техники и электроники в связи с насыщением потребительского спроса на эти категории товаров, а также переориентацией спроса на мелкую и менее дорогостоящую технику. Кроме того, потребительский спрос сместился в сторону современной цифровой аппаратуры, что привело к снижению продаж, а соответственно, увеличению объемов устаревшей техники на складах.

Замедление динамики рынка и тенденции изменений потребительских предпочтений подвигли компанию к заблаговременному внедрению новой ассортиментной политики, заключающейся в запланированном включении новых моделей в ассортимент на полгода вперед и точными датами вывода из продаж устаревших категорий товаров. Именно эта политика и обусловила опережающие темпы роста сети в первом полугодии текущего года и станет, по мнению компании, основным драйвером роста и в следующем году на фоне дальнейшей рыночной стагнации.

	2004		2005	
	К	Оценка	К	Оценка
Структура капитала				
Leverage ratio	0,42	2,18	0,58	1,14
Debt ratio	0,24	2,07	0,38	0,67
Current ratio	1,85	3,00	1,53	3,00
Cash ratio	0,18	2,67	0,11	1,50
Cash Conversion Cycle	109,71	1,43	142,55	0,96
Рентабельность				
Net Margin	5,5%	1,47	5,0%	1,34
EBITDA Margin	7,3%	0,06	7,5%	0,10
Operating Margin	6,3%	0,26	6,2%	0,23
Адекватность денежных потоков				
Total debt/EBITDA	1,55	3,00	3,36	1,64
CFO/Total debt	0,21	1,15	-0,44	0,00
EBIT interest coverage	-	-	-	-
Динамика финансовых показателей				
Динамика выручки	0,40	3,00	0,19	2,85
Динамика операционной прибыли	0,14	2,21	0,16	2,31
Оценка надежности		1,94		1,43

С точки зрения эффективности деятельности рентабельность по EBITDA Техносилы в 2005 г. чуть уступала среднему уровню по сектору – 7.5% (по нашим расчетам) против среднего в 8.7%. За первое полугодие выручка компании выросла на 58.2% и составила \$370.3 млн. Рентабельность EBITDA составила 6.6%, что соответствует общерыночной тенденции снижения операционной маржи. В целях повышения рентабельности деятельности Техносилы развивает направление private labels. Во-первых, планируется увеличение доли собственного бренда «ТЕХНО» в низком ценовом сегменте до 10%. И во-вторых, компания запускает собственную марку «Welltop», под которой будет выпускаться крупная и малая бытовая техника в том же ценовом сегменте. В перспективе Техносилы рассчитывает заместить собственными торговыми марками дешевые бренды прочих производителей, на которые в настоящее время приходится 20% общего ассортимента сети.

По результатам прошлого года долговая нагрузка компании соответствовала среднему по сектору уровню – покрытие долга за счет EBITDA составляло 3.4 на фоне среднего по непродуктовым ритейлерам в 3.7. На текущий год компания прогнозирует незначительное улучшение данного показателя до 3.1. Здесь следует отметить, что определяющую роль будет играть способность компании обеспечить максимальные обороты именно в четвертом квартале, учитывая высокую сезонность бизнеса (пик продаж приходится на ноябрь-декабрь) и общее замедление рынка. Компания работает на весьма хороших условиях товарного кредита, позволяющего частично направлять высвобождаемые средства на пополнение товаров. Тем не менее, в силу специфики бизнеса Техносилы характеризуется длительным периодом оборачиваемости запасов, составившим по итогам 2005 г. более 160 дней, что на фоне быстрого изменения потребительских предпочтений может повысить риск аккумуляции нерализованной продукции на складах и замедления динамики роста.

Кредитный вывод: с нашей точки зрения, ключевым риском для компании, является общерыночный риск снижения и изменения потребительского спроса и его значительно более высокая эластичность по сравнению с продуктовыми ритейлерами. Поэтому основной фактор, определяющий дальнейшее развитие Техносилы, будет заключаться в способности компании быстро реагировать на изменение потребительского спроса и строить свою товарную политику в соответствии с потребительскими предпочтениями. В данном отношении, на наш взгляд, преимуществом компании будет являться наличие единого логистического и маркетингового центра, позволяющего отслеживать потребительские настроения в регионах и в соответствии с ними осуществлять централизованные поставки наиболее востребованной продукции. Другим риском, также связанными со спецификой продукции, является риск «затоваривания» в силу низкой оборачиваемости запасов и высокой сезонности бизнеса, и вытекающий отсюда риск ограничения темпов роста продаж. Однако следует отметить, что компания пытается снизить этот риск посредством внедрения новой ассортиментной политики, что, на наш взгляд, весьма своевременно и уже принесло позитивные результаты, судя по темпам роста за 9 месяцев. Еще один негативный аспект заключается в финансовой непрозрачности компании и отсутствии как таковой публичной отчетности, что затрудняет финансовую оценку.

С позитивной стороны, мы отмечаем наличие дорогостоящей недвижимости в собственности, которая при необходимости может использоваться как дополнительный источник финансовых средств (продажа или сдача в аренду). Кроме того, мы позитивно оцениваем способность компании реализовывать намеченные планы по открытию новых магазинов и темпам роста, а также умеренную долговую нагрузку. Учитывая все присущие компании риски, а также существенный масштаб и диверсифицированное географическое присутствие мы считаем спрэд к ОФЗ в **500 б.п.** справедливым, что соответствует среднемесячной доходности в **10.7%**

Евросеть – вторая по обороту розничная компания на российском рынке после Эльдорадо: оценочная выручка в 2005 г. составила чуть менее \$2 млрд. против \$3.004 млрд. у Эльдорадо. При этом в секторе розничных продаж сотовых телефонов компания прочно занимает первое место, почти двукратно опережая ближайшего конкурента, компанию «Связной», и занимая доминирующее положение на рынке с долей, близкой к 30%. По товарообороту в 2005 г. Евросеть опередила и две крупнейшие продуктовые сети «Пятерочку» и «Магнит», а по количеству торговых точек является абсолютным лидером, объединяя в сети 3111 торговых точек по сравнению с 1500 магазинами у лидера продуктовой розницы по итогам прошлого года, Магнита. За прошлый год компания расширила сеть в два с половиной раза, опередив по темпам экспансии одну из наиболее агрессивных сетей, Аптеки 36.6, зафиксировавших 76% рост сети.

Компания была основана в 1997 г. Т.Артемовым и Е.Чичваркиным, которые и на настоящий момент остаются единственными владельцами Евросети с 50% долями. Хотя в 2004 г. компания приступила к реструктуризации корпоративной структуры и на треть сократила количество входящих в группу организаций, тем не менее, по состоянию на 31 марта компания объединяла 46 юридических лиц, что обуславливает наличие серьезных структурных рисков.

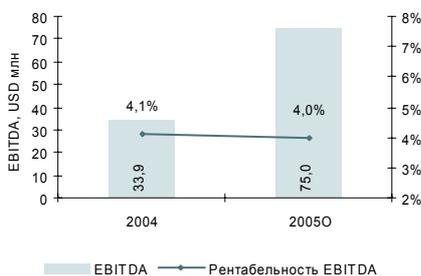
Учитывая, что уровень проникновения сотовой связи на российском рынке близок к точке насыщения, в среднесрочной перспективе можно ожидать постепенного замедления динамики товарооборота, которая будет в основном определяться продажами в регионах, поскольку коэффициент проникновения сотовой связи на рынках Москвы и Санкт-Петербурга превышает 100%. В Москве и Московской области расположено приблизительно 16% магазинов компании. На конец прошлого года магазины Евросети были представлены более, чем в 900 городах России, Украины, Казахстана, Белоруссии и Киргизии. В связи с этим мы не видим риска резкого замедления темпов роста выручки на фоне снижения продаж на столичном рынке. В текущем году компания планирует выйти на розничный рынок стран Балтии, а также рынки прочих стран бывшего СССР, а, начиная с 2008 г. планируется экспансия в страны дальнего зарубежья. За первое полугодие 2006 г. компания открыла 750 салонов (общее количество на 1 июля составило 3861), т.е. прирост составил 24%.

Евросеть

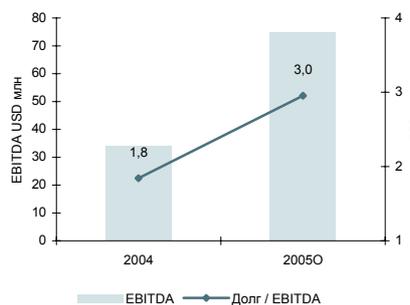
IFRS			
Финансовые			
показатели, \$ млн	2004	2005	2005O
Выручка	829	1 887	
ЕВІТ	23	74	
ЕВІТДА	34	75	
Чистая прибыль	9	42	
Долг	62	221	

Источник: данные компании, оценка
Банка Зенит

Динамика ЕВІТДА и рентабельности ЕВІТДА



Динамика ЕВІТДА и Долг/ЕВІТДА



Помимо присущего структурного риска компания характеризуется низким уровнем финансовой прозрачности, в чем ее можно сравнить с одним из крупных продуктовых ритейлеров – Дикси. Обе компании, являясь крупными игроками розничного рынка, не отличаются хорошей отчетной дисциплиной. Дикси лишь недавно опубликовала отчетность за 2005 г., тогда как Евросеть не представила даже предварительных данных за прошлый год. В связи с этим мы вынуждены основывать наши выводы на оценочных показателях за 2005 г., приведенных в материалах организатора перед размещением облигационного займа, тем не менее, мы далеко не уверены в их адекватности. На фоне 128% роста выручки в прошлом году рентабельность ЕВІТДА осталась на уровне прошлого года и составила 4%, что представляет один из наиболее низких уровней в секторе непродуктового ритейла наряду с Автомиром (3.3%) против среднего в 8.2%. Мы полагаем, что нейтральная динамика операционной рентабельности может быть обусловлена ростом затрат на аренду торговых помещений, а также на рекламу и маркетинг на фоне агрессивной экспансии компании в регионы и за пределы отечественного рынка. Кроме того, расширение сети должно было повлечь весьма существенное увеличение долга, в связи с тем, что компания, по нашему мнению, не способна покрыть инвестиционные потребности только за счет собственных денежных потоков. Мы оцениваем ухудшение покрытия долга за счет ЕВІТДА в 2005 г. до 3.0, что, тем не менее, соответствует среднеотраслевому уровню в прошлом году.

В отношении структуры баланса, учитывая, что компания арендует торговые помещения (затраты на аренду, по нашим оценкам, составляют около 20% от совокупных затрат компании), активы формируются преимущественно за счет оборотных средств, а именно запасов и дебиторской задолженности, тогда как стоимость основных средств ничтожно мала, что представляет один из факторов риска для кредиторов. Являясь лидером рынка розничных продаж сотовых телефонов, Евросеть в состоянии обеспечить достаточно привлекательные условия товарного кредита от поставщиков, что позволяет направлять имеющиеся потоки в увеличение продаж сотовых телефонов. Тем не менее, существенное увеличение кредиторской задолженности может обусловить возникновение риска для компании в случае ужесточения условий со стороны международных поставщиков. В данном случае, принимая во внимание потенциальное замедление темпов роста рынка, компания может оказаться не в состоянии финансировать потребности в оборотном капитале за собственный счет и будет вынуждена увеличить кредитное плечо для погашения текущей кредиторской задолженности перед поставщиками.

	2004	
	К	Оценка
Структура капитала		
Leverage ratio	0,96	0,00
Debt ratio	0,26	1,93
Current ratio	1,01	1,05
Cash ratio	0,16	2,28
Cash Conversion Cycle	3,09	2,96
Рентабельность		
Net Margin	1,0%	0,38
EBITDA Margin	4,1%	0,00
Operating Margin	2,8%	0,00
Адекватность денежных потоков		
Total debt/EBITDA	1,84	3,00
CFO/Total debt	0,19	0,85
EBIT interest coverage	1,80	0,96
Динамика финансовых показателей		
Динамика выручки	2,51	3,00
Динамика операционной прибыли	1,62	3,00
Оценка надежности		1,49

Кредитный вывод: принимая во внимание все риски, присущие компании, а именно, структурный риск, финансовую непрозрачность, существенную зависимость от благоприятных условий товарных кредитов от международных поставщиков, рост капитальных затрат на фоне менее динамичных темпов роста собственных денежных потоков и вытекающее отсюда потребности в привлечении дополнительного долгового финансирования, с нашей точки зрения, облигации Евросети торгуются при неоправданно узком спреде к ОФЗ, составившим за последний месяц **500 б.п.**, что соответствовало доходности в **10.3%** к оферте в 2007 г. Мы оцениваем справедливый спред к ОФЗ на уровне **530-550 б.п.**

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.