

- **Сильные позиции на привлекательном рынке.** «Седьмой Континент» – 5-я по объему выручки российская продуктовая розничная сеть. На конец 2006 г. Компания объединяла 123 магазина, из которых 109 находилось в московском регионе – наиболее привлекательном с точки зрения уровня доходов населения и допустимой торговой наценки. Выручка «Седьмого Континента» по итогам 2006 г. составила USD958 млн. (+34% к 2005 г.).
- **Сильный финансовый профиль.** «Седьмой Континент» демонстрирует самые высокие среди публичных российских розничных компаний показатели операционной рентабельности (EBITDA margin 10.8% в 2006 г.) и самый низкий уровень долговой нагрузки. На начало 2007 г. чистый долг «Седьмого Континента» был близок к нулю, в то время как показатель EBITDA превышает USD100 млн., а собственный капитал – USD500 млн. Это указывает на очень большой «запас прочности» и значительную финансовую гибкость Компании.
- **Простая юридическая структура и высокий уровень прозрачности.** На ОАО «Седьмой континент» (эмитент облигаций) приходится более 95% консолидированной выручки, основных средств и капитала группы. Акции этой компании торгуются на ММВБ и в РТС. «Седьмой Континент» регулярно готовит финансовую отчетность по МСФО.
- **Низкие риски, связанные с используемой недвижимостью.** Доля торговых площадей в собственности «Седьмого Континента» составляет 31% и продолжает расти. Большинство арендуемых помещений принадлежат аффилированной компании «МКапитал» (до 11.10. 2006 г. – «Столичные гастрономы»).
- **Хороший потенциал роста.** Оптимистичные прогнозы развития рынка организованной розницы в России, а также намерения «Седьмого Континента» стать одним из центров консолидации и увеличить свою рыночную долю дают основания ожидать сохранения высоких темпов роста выручки. Стратегия Компании предполагает активное расширение сети, в основном в регионы России, а также дальнейшую диверсификацию форматов – развитие направления гипермаркетов. Вероятны приобретения небольших региональных сетей. Компания планирует развивать продажи товаров под собственной маркой (private label).
- **На наш взгляд, основные кредитные риски «Седьмого Континента»** связаны с ростом конкуренции и планируемой региональной экспансией Компании, которая грозит постепенным снижением операционной рентабельности и ростом долговой нагрузки.

Основные финансовые показатели, USD млн.

	2004	2005	2006
Выручка	510	713	958
Валовая прибыль	158	229	298
EBITDA	43	75	104
Чистая прибыль	27	47	68
Финансовый долг	0	92	51
Собственный капитал	122	162	516

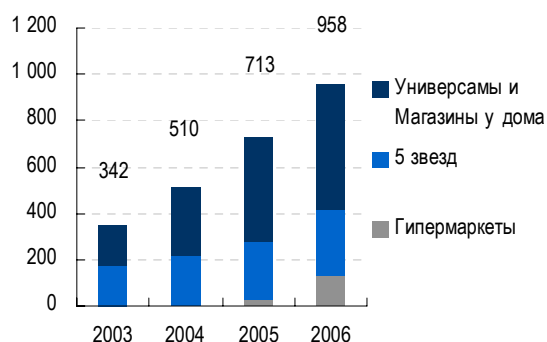
Источник: данные Компании

Кoeffициенты

	2004	2005	2006
Валовая рентабельность	31.1%	32.2%	31.1%
Рентабельность EBITDA	8.4%	10.5%	10.8%
Чистая рентабельность	5.4%	6.6%	7.1%
Фин. Долг / EBITDA	0	1.2	0.5
EBITDA / проц. платежи	168	45	19
Фин. Долг / Капитал	0	0.6	0.1

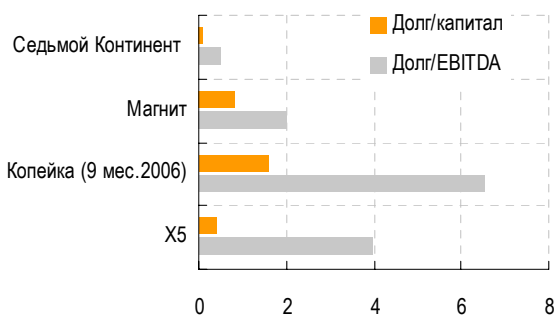
Источник: данные Компании, оценка МДМ-Банка

Выручка по форматам магазинов, USD млн.



Источник: данные Компании

Конкуренты, 2006 г.



Источник: данные компаний

Аналитики

Елена Морозова

+7 (495) 795-2521 доб. 2444

Elena.Morozova2@mdmbank.com

Содержание

Краткий обзор Компании	3
Обзор рынка – основные тенденции.....	6
Рост потребления	6
Распространение современных торговых форматов	6
Выдвижение в регионы	7
Консолидация отрасли	7
Бизнес-профиль.....	9
Форматы магазинов.....	9
Продукты	10
Структура затрат.....	11
Поставщики и логистика.....	12
Недвижимость	12
Финансовый и сравнительный анализ.....	14
Финансовый анализ	14
Выручка	14
ЕВITDA, прибыль и рентабельность	14
Структура баланса.....	15
Потребность в оборотном капитале.....	16
Привлеченные средства	17
Сравнительный анализ	17
Приложение: Отчетность Компании за 2004г-2006г	19

Краткий обзор Компании

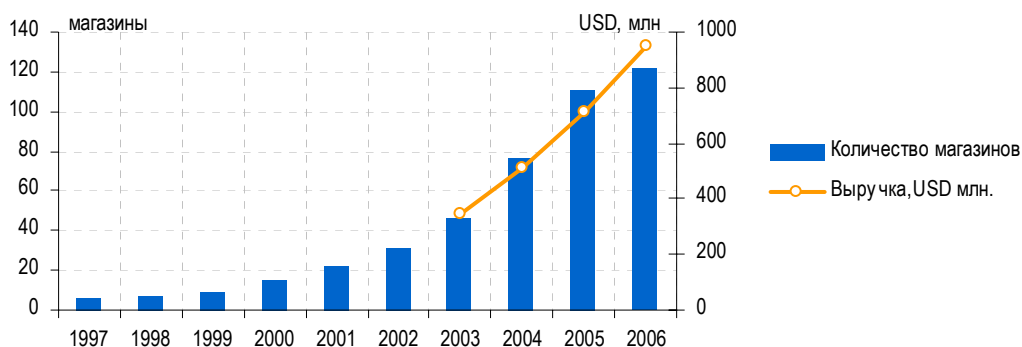
Основное направление деятельности «Седьмого Континента» - розничная торговля продуктами питания и сопутствующими товарами. Начав работу в 1994 г., «Седьмой Континент» стал первой на московском рынке сетью супермаркетов премиум-класса.

За годы своего существования сеть значительно расширилась. По состоянию на конец 2006 г., «Седьмой Континент» объединял 123 магазина: 109 в Москве и области, 11 - в Калининграде, 1 - в Санкт-Петербурге, 1 - в Рязани и управление 1 магазином в Минске, Республика Беларусь. В 2007 г. Компания сможет расширить сеть на 25-35 новых объектов.

Наиболее значительный рост числа магазинов наблюдался в 2004 и 2005 гг. (на 31 и 34 магазина соответственно) и был связан в том числе с интеграцией других сетей. Так, в 2004 г. были взяты в аренду 17 магазинов сети «Петровский», которые к концу 2004 г. открылись под маркой «Седьмого Континента». В 2005 г. были присоединены 3 магазина сети «Самохвал» и в том же году за USD38 млн. – приобретены 12 магазинов Калининградской сети «Алтын». К началу 2007 г. 11 из них уже открылись под брендом «Седьмой Континент».

В 2007 г. сеть продолжила расширяться за счет приобретений. В марте «Седьмой Континент» приобрел площади 29 супермаркетов в Москве (68 тыс. кв.м.) Суммарные инвестиции составили USD150 млн.

Развитие сети



Источник: данные Компании

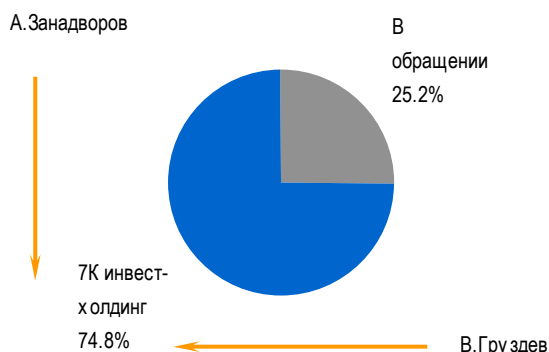
Бизнес Компании по-прежнему сконцентрирован на московском рынке, выдвижение сети в регионы началось только в 2005 г. В 2006 г. на Москву и область приходилось 89% выручки, 84% общего числа покупателей и 79% торговых площадей. Благодаря недавним приобретениям доля Московского региона в операциях Компании в 2007 г., вероятно, не сократится, даже несмотря на заявленную региональную экспансию.

Структура собственности. Основными бенефициарами Компании являются А.Занадворов и В.Груздев, которые непосредственно или через связанных лиц владеют равными долями в холдинговой компании «7К инвест-холдинг» (по 50% минус 1 акция). В ноябре 2004 г. Компания первой из российских розничных сетей провела IPO и разместила 13% акций. В апреле 2006 г. была проведена дополнительная эмиссия, которая позволила привлечь в капитал Компании USD237.5 млн. В результате, в РТС и на ММВБ обращается 25.2% акций (free-float). Таким образом, у «7К инвест-холдинг» осталось менее 75%. По данным Компании, акционеры, имевшие преимущественное право приобретения акций, купили 6.9% допэмиссии, однако ни у кого из миноритарных акционеров нет более 3% акций.

Недавно основные акционеры заявили о возможности размещения в 2008 г. на Лондонской фондовой бирже (LSE) около 25% акций (по 12.5%), сохранив при этом контроль над компанией – по 25%+1 акция каждый. Подобная сделка не должна оказать какого-либо влияния на финансовый профиль компании.

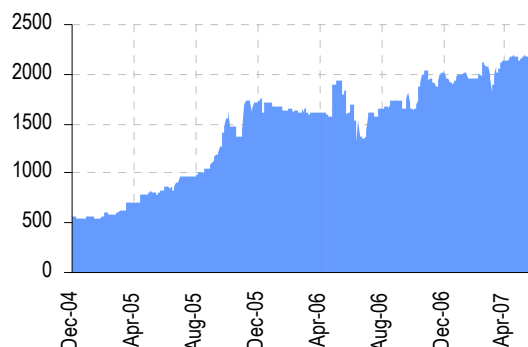
Один из бенефициаров – А. Занадворов - в мае 2007 г. вошел в состав совета директоров. Также в совет входят четыре представителя менеджмента Компании и два независимых директора.

Структура собственности



Источник: данные Компании

Рыночная капитализация

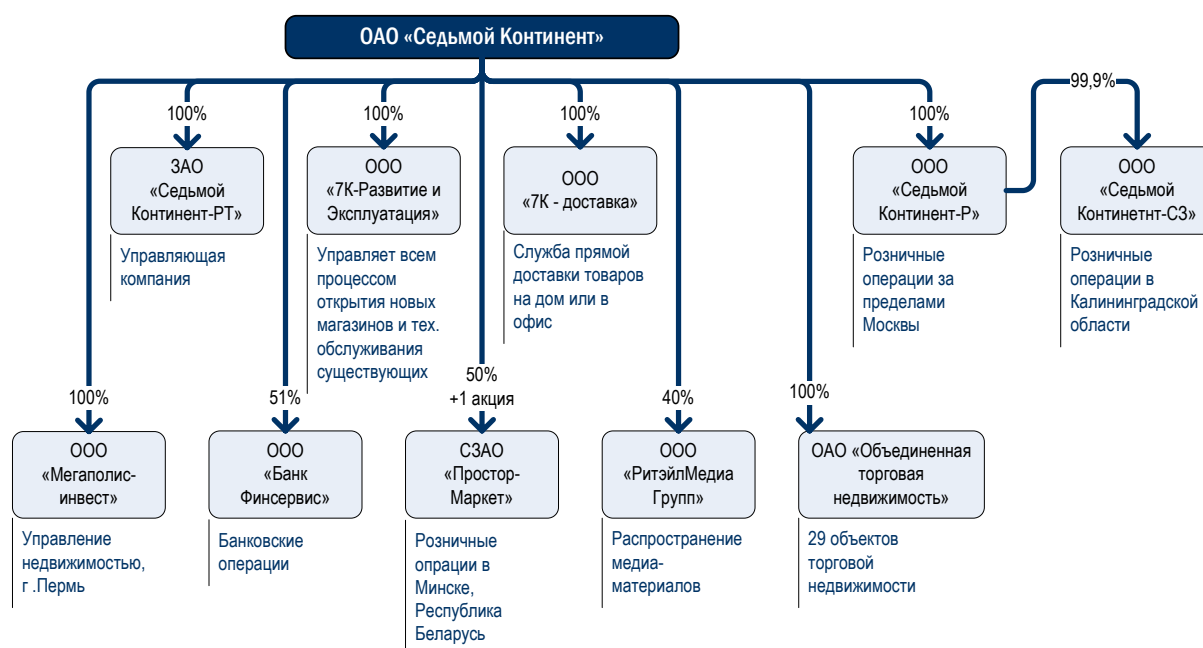


Источник: Bloomberg

Рыночная капитализация Компании на 1 июня 2007 г. составляет USD2017.5 млн.

Структура группы. Группа состоит из московской розничной сети, подконтрольной основной компании – ОАО «Седьмой Континент». По результатам 2006 г. на эту компанию приходилось свыше 95% выручки, внеоборотных активов и собственных средств группы. В отдельные юридические лица выделены управляющая компания, служба доставки, эксплуатация и торговые операции за пределами Московского региона.

Структура группы



Источник: данные Компании

В 2006 г. в группу добавились (нижний ряд на схеме): СП в Республике Беларусь, где под маркой Prostore был открыт первый за пределами России гипермаркет, управляемый ОАО «Седьмой Континент». А также, в связи с планами открытия нового гипермаркета в Перми в 2007 г., – компания по управлению недвижимостью. Кроме того, добавились вспомогательные бизнесы: банковские услуги и распространение прессы.

Стратегия и планы. Заявленные Компанией цели включают увеличение доли рынка за счет активного органического роста и поглощений. В частности, предполагается дальнейшее развитие сети гипермаркетов и охват городов с населением более полумиллиона. Планируется, что помещения для большинства вновь открываемых магазинов в формате гипермаркет будут приобретаться Компанией в собственность.

На реализацию стратегии планируется потратить средства, привлеченные через облигационный заем. Инвестиционная программа на 2007г. – USD 338 млн., из них не менее USD 200 млн. – на развитие гипермаркетов. В общей сложности в 2007-2010 гг. на инвестиции предполагается потратить порядка USD1.3 млрд. и к 2011 г. довести число гипермаркетов до 50, а супермаркетов – до 240-250.

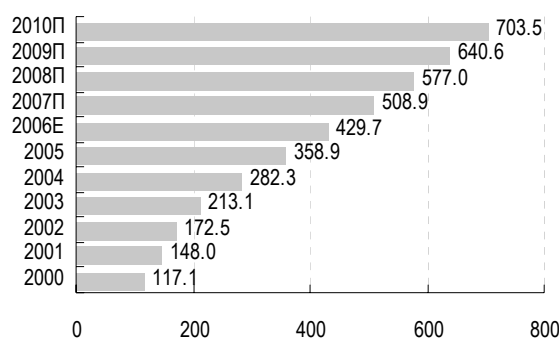
При росте оборотов поддержание или увеличение рентабельности планируется за счет увеличения доли выручки от непродовольственных товаров и товаров private label, которые приносят более высокую маржу. Рост продаж укрепляет позицию Компании в отношениях с поставщиками, что также способствует поддержанию рентабельности. Компания планирует дальнейшее развитие собственного производства (кулинария, пекарни) и высокорентабельных дополнительных услуг (в том числе банковских).

Обзор рынка – основные тенденции

Рост потребления

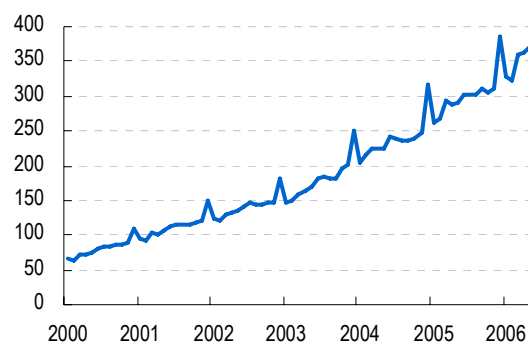
Согласно данным Росстата, среднегодовые темпы роста ВВП России в 1999 - 2006 гг. составили 6.7%. По нашим прогнозам, в 2007-2010 гг. темпы роста сохранятся на таком же уровне. Увеличение доходов населения способствует росту потребления: с 2000 г. по 2005 г. потребление выросло более чем в три раза (!). Мы прогнозируем, что в 2006-2010 гг. среднегодовые темпы роста потребления будут на уровне 13%.

Рост потребления, USD млрд.



Источник: Росстат, оценка МДМ-Банка

Рост средней зарплаты, USD



Источник: Росстат

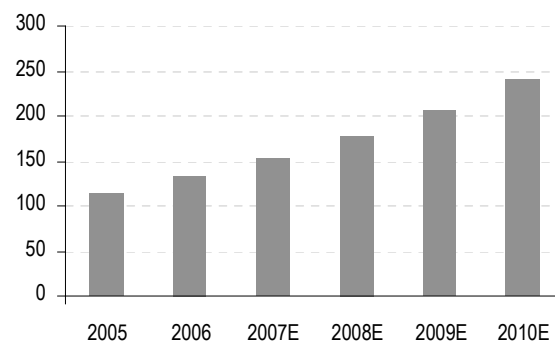
Позитивные макроэкономические тенденции способствуют росту продуктовой розницы, который составлял в среднем 10.3% в год в течение последних 7 лет. Мы ожидаем, что рост продолжится, и объем рынка достигнет USD 240 млн. к 2010 г. (что соответствует росту в среднем на 16% в год).

Российский рынок продовольственной розницы, 2000-05 гг.



Источник: Росстат, оценка МДМ-Банка

Рост рынка продуктовой розницы - 16% CAGR до 2010 г.



Источник: Росстат, оценка МДМ-Банка

Распространение современных торговых форматов

Современные торговые форматы, такие как супермаркеты и гипермаркеты, вероятно, будут расти опережающими темпами по отношению к розничному рынку в целом, поскольку будут вытеснять магазины советского образца и уличную/рыночную торговлю за счет относительно низких цен (выгодные условия работы с поставщиками) и/или более высокого качества обслуживания. По данным Росстата, в 2006 г. доля открытых рынков и неорганизованной торговли в общем объеме розничной торговли продуктами питания составляла 19.5%, что оставляет значительный резерв для развития современных форматов. Доля таких форматов с 2002 по 2005 гг. удвоилась и, по нашим прогнозам, будет продолжать расти - к 2010 г. она достигнет 40%.

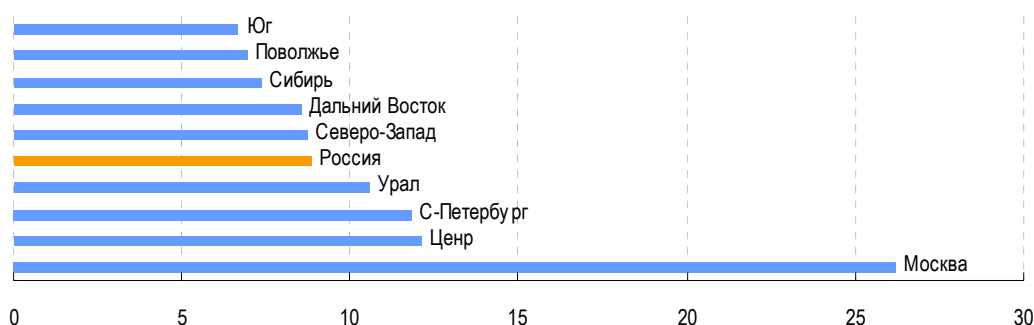
Среди современных форматов хорошие перспективы роста имеют гипермаркеты. Сейчас их доля очень мала – 2% от российского продуктового розничного рынка. Для сравнения, в Мексике эта доля составляет 13%, а во Франции – 26%. Количество гипермаркетов в России постоянно увеличивается, хотя их число по-прежнему в разы меньше, чем, например, в Польше или Чешской республике.

Выдвижение в регионы

В последние два года наблюдается интерес продовольственных сетей к регионам: многие крупные московские и Санкт-Петербургские сети объявляют о планах регионального развития, и некоторые уже предприняли соответствующие шаги. Однако, за исключением Магнита (сеть изначально развивалась в регионах), основную часть выручки крупных розничных операторов формируют продажи в Москве и Санкт-Петербурге. Региональное присутствие постепенно растет.

Как показано на диаграмме ниже, потребительские расходы на душу населения по регионам России сильно отстают от московского уровня. Интересно, что в Санкт-Петербурге, (где расходы более чем в два раза ниже московских), распространение современных форматов очень высоко и, по нашим оценкам, достигает 70% от общего розничного рынка. Это наглядно демонстрирует, что сети могут успешно работать и при относительно низком уровне потребления. Если учесть, что проникновение современных форматов в регионах низко, потенциал роста для сетей супермаркетов и гипермаркетов очень велик.

Потребительские расходы, декабрь 2006 г., тыс. руб./чел.

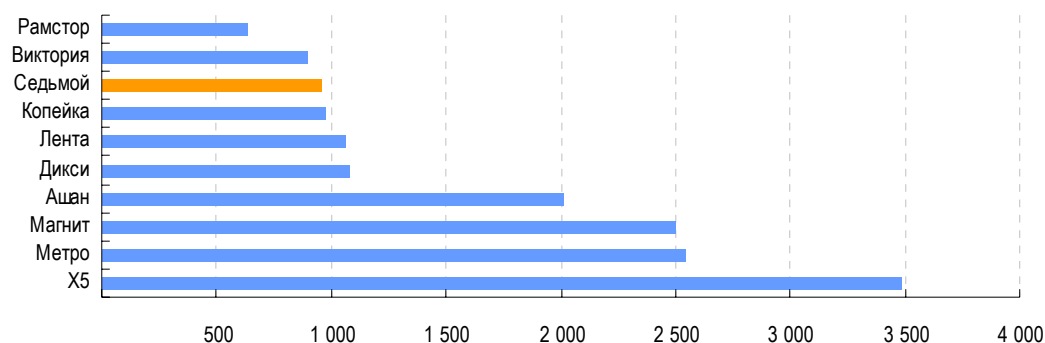


Источник: Росстат

Консолидация отрасли

По итогам 2006 г., самой крупной компанией на российском рынке продовольственной розницы была группа X5 (оператор супермаркетов Пятёрочка и Перекресток) с выручкой USD 3.5 млрд., однако такие масштабы операций несравнимы с показателями крупных игроков западных рынков. Так, обороты Tesco в 2006 г. составили USD 85 млрд., а Wal-Mart – USD 312 млрд.

Выручка розничных компаний, 2006 г., USD млн.

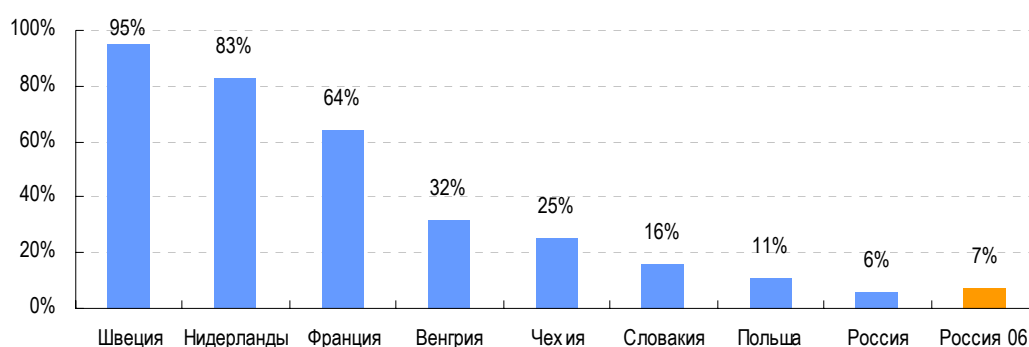


Источник: данные компаний, X5, оценка МДМ-Банка

При этом российский розничный рынок сильно фрагментирован. На три крупнейшие сети приходится лишь около 7% рынка. В развитых странах уровень консолидации значительно выше. Мы ожидаем, что в средне- и долгосрочной перспективе российская розница будет следовать мировой тенденции к консолидации. На региональном уровне это заметно уже сейчас. Еще одно подтверждение тенденции – недавнее слияние Перекрестка и Пятерочки.

«Седьмой Континент» благодаря своим размерам и возможностям по привлечению средств, скорее станет одним из центров консолидации, чем объектом для поглощения.

Доля рынка трех крупнейших сетей, 2005 г.



Источник: X5, оценка МДМ-Банка

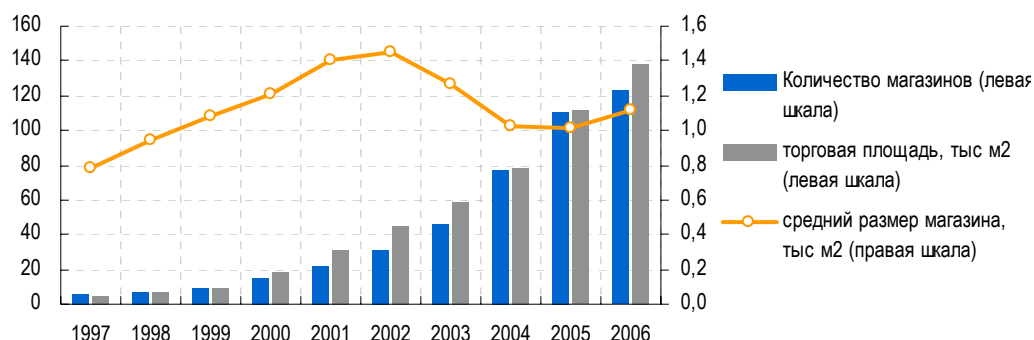
Бизнес-профиль

Форматы магазинов

Первые магазины сети «Седьмой Континент» были открыты в Москве в 1994 г. в формате дорогих элитных супермаркетов с подавляющей долей импортных товаров. К 1998 г. доля российских товаров составляла менее 20%. Однако после кризиса 1998 г., когда располагаемый доход населения упал на 15%, Компания была вынуждена диверсифицироваться в более демократичные формы: универсамы и небольшие магазины в спальных районах. Доля российских товаров выросла и сейчас составляет 64%.

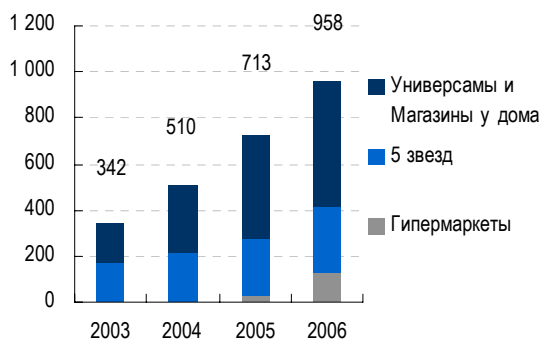
Теперь сеть представлена в двух форматах: гипермаркет и супермаркет. Последний делится на элитные «5 звезд», общедоступные «Универсамы» и «Магазины у дома». Мультиформатность позволяет сети охватывать более широкий круг покупателей.

Рост числа магазинов и торговых площадей



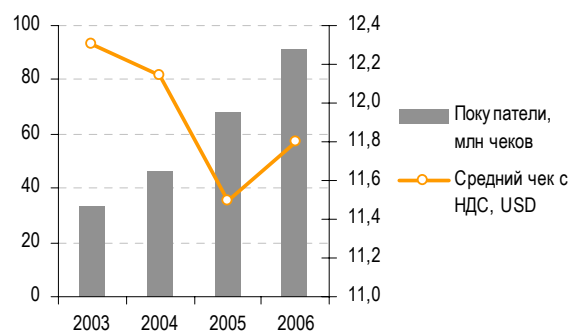
Источник: данные Компании

Доля выручки по форматам магазинов



Источник: данные Компании

Рост числа покупателей



Источник: данные Компании

Снижение средней площади магазина отражает ввод новых форматов: так, в 2003-2004 гг. активно открывались «Магазины у дома», а с 2005 г. начата программа развертывания сети гипермаркетов.

Хотя изначально основным форматом сети являлись «5 звезд», на сегодняшний день большую часть выручки генерируют «Универсамы».

Формат	5 звезд	Универсам	Магазин у дома	Гипермаркет
Число магазинов на конец 2006 г.	27	60	31	5
Ассортимент	18000 SKU	20000 SKU	8000 SKU	40000 SKU
Целевая аудитория	Доход выше среднего	Средний доход	Разный уровень дохода	Разный уровень дохода
Местоположение	Центр Москвы и престижные жилые районы	Транспортные развязки и станции метро	Районы массовой застройки	Районы массовой застройки, в черте и за пределами города
Средняя торговая площадь, м2	1000	1200	600	5000-7000
Средний чек, USD (с НДС)	19.2	9.4		18.3
Валовая маржа	36%	30%	27%	26%
Конкуренты	Азбука вкуса, Глобус гурмэ	Перекресток, Патерсон	Перекресток	Ашан, Метро

Ключевое направление развития Компании на среднесрочную перспективу – **создание сети гипермаркетов** в крупных городах России. Этот принципиально новый для Компании формат, по нашим оценкам, имеет хороший потенциал роста. Бизнес-модель предполагает относительно низкую торговую наценку, но значительные обороты, которые позволят генерировать большие объемы прибыли. Кроме того, этот формат предполагает большую долю товаров под частной маркой «Наш продукт», а также непродовольственных товаров. Доля последних сейчас составляет 23-25% от выручки гипермаркетов, но ее планируется довести до 30-40%. (Для сравнения – в супермаркетах выручка от реализации непродовольственных товаров составила 13%.) Валовая маржа по ним выше, чем по продуктам питания: 29.8% против 26.2% по данным управленческого учета за 2006 г.

По проекту помещений гипермаркетов часть (не менее 10%) торговой площади предполагается отдавать в аренду, что не только приносит дополнительные доходы, но и создает эффект «one stop shop»: полный набор товаров и услуг для потребителя под одной крышей. Предполагается, что это повысит посещаемость магазинов.

Гипермаркеты рассчитаны на привлечение широкого круга покупателей с различным уровнем дохода, но в основном – со средним и ниже среднего. В сочетании с планами региональной экспансии, эта стратегия не дает возможности использовать преимущества сильного узнаваемого бренда «Седьмой Континент», который популярен в основном в Москве и среди населения с доходом выше среднего. Магазины открываются под новым брендом «Наш гипермаркет», что требует дополнительных вложений в продвижение марки. К потенциальным проблемам проекта можно также отнести ограниченный опыт работы в подобном формате и серьезную конкуренцию с уже сформировавшимися и активно развивающимися сетями, такими как Ашан и Метро.

Планы открытия гипермаркетов «Наш гипермаркет»

Период	Регион
Открыты в 2006 г.	Москва (2), С-Петербург, Минск, Республика Беларусь*, Рязань
Планируются в 2007 - 2009 гг.	Челябинск, Новочеркасск, Белгород, Санкт-Петербург, Пермь, Реутов**, Томск (2), Ярославль, Ростов-на-Дону, Москва (3), Иваново, Кострома, Вологда, Петрозаводск, Липецк

*Под маркой «Prostore»

** Помещение в аренде (не в собственности)

Помимо гипермаркетов, планируется также расширять сеть в традиционных форматах, в основном «Универсам».

Продукты

Ассортиментная матрица. В 2004 г. была внедрена программа оптимизации ассортиментной матрицы – технология управления, направленная на оптимизацию набора продуктов в магазинах по форматам с учетом потребностей покупателей (спроса) по отдельным магазинам, а также сезонной ротации. Это позволяет повысить отдачу с м2 торговой площади. Стандартизация ассортимента дает возможность сократить число поставщиков, что, в свою очередь, позволяет усилить переговорную позицию.

С июля 2005 г «Седьмой Континент» развивает **частную марку «Наш продукт»**, ориентированную на низкий ценовой сегмент. В формате «5 звезд» эти товары не присутствуют. На конец 2006 г. частная марка насчитывала более 1000 SKU товарных позиций. Она представлена в популярных категориях: бакалея, кондитерские изделия, молочный и мясной гастроном, сыры, текстиль, бытовая химия, косметика, бумажно-бытовые товары, диетическое питание, рыба, замороженные полуфабрикаты, яйцо, алкоголь, напитки, консервация, товары для дома.

Ценовая политика Компании предполагает минимальные цены поставщиков (скидка на закупку не менее 20%) и розничные цены на 5%-10% ниже аналогов. Марка интенсивно развивается от низкой базы: ее доля в выручке сети по итогам 2006 г. составила 3%, (в том числе по гипермаркетам – 5%). Компания планирует довести этот показатель до 10% к концу 2008 г.

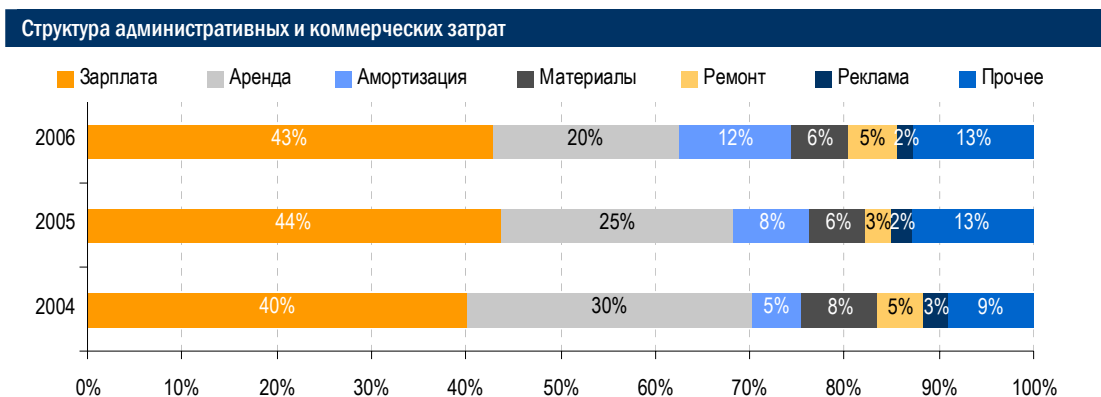
Помимо приобретаемых у поставщиков товаров, «Седьмой Континент» развивает собственное производство: 28 пекарен в супермаркетах (более 130 видов хлеба и выпечки), мясная кулинария – 430 видов продуктов. Компания также организует для покупателей такие услуги как химчистка, фотопроявка и печать и т.п. путем сдачи в аренду площадей в магазинах.

В 2006 г. Компания начала проект банковского обслуживания в магазинах («Банк Финсервис»). Данный проект направлен на повышение лояльности покупателей. Компания ожидает, что он станет дополнительным источником повышения чистой рентабельности основного бизнеса.

Структура затрат

Доля себестоимости закупаемых товаров относительно стабильна, однако в среднесрочной перспективе мы ожидаем ее увеличения (падения валовой рентабельности) по мере роста конкуренции, а также в связи с ростом доли гипермаркетов. Также вероятен рост доли расходов на оплату труда. Активное приобретение основных средств и торговых помещений в собственность (6 собственных магазинов на конец 2004 г. и 32 на конец 2006 г.) привело к значительному сокращению доли арендных платежей (с 7.2% до 4.4% от выручки в 2004 и 2006 гг. соответственно), хотя в абсолютном выражении эти расходы продолжают расти. Следствием этой политики является также резкий рост амортизационных отчислений. Тенденция более ярко заметна, если посмотреть на структуру административно-хозяйственных и коммерческих затрат.

Расходы на рекламу практически не растут, что при значительном увеличении оборотов приводит к сокращению их доли в затратах. Мы предполагаем, что с выдвиганием в новые форматы и регионы, а также с ростом конкуренции эти расходы придется увеличить.



Источник: данные Компании

Поставщики и логистика

Сокращение базы поставщиков с более чем 1000 в 2003 г. до примерно 500 в 2005 г. позволило улучшить контроль над издержками и усилить переговорную позицию. Однако переход к формату гипермаркетов, предполагающий расширение ассортимента до 40 000 SKU, а также развитие private label (отдельные поставщики), привели к расширению базы поставщиков до 750 к настоящему времени. База диверсифицирована: на 10 крупнейших поставщиков приходится только 16% закупок, причем ни на одного из них не приходится более 4% общих поставок. Таким образом, сильной зависимости от крупных поставщиков нет. По многим позициям есть возможность замены поставщиков, что создает конкуренцию между ними. Благодаря высоким оборотам, Компания получает значительные скидки за объем.

В Компании действует централизованный Департамент закупок и товародвижения, который обеспечивает определение цены и ассортимента. Договоры на поставку с определением ассортимента и цены заключаются на уровне группы. Контрагентом по всем договорам на поставку в московский регион выступает ОАО «Седьмой Континент», где ведется центральная электронная база поставок. Индивидуальные магазины отвечают за заказ, приемку и контроль качества поставок.

У Компании нет центрального склада и логистического или распределительного центра, однако рассматривается возможность его создания (или аутсорсинга) в 2008-2009 гг. Сейчас поставщики доставляют товары прямо в магазины, у которых есть свои небольшие склады.

С выдвиганием в регионы логистика значительно усложняется. Система находится в стадии отработки. Поставками в регионы занимаются привлеченные логистические компании: федеральные (общегрупповые) поставщики поставляют логистическим компаниям товары длительного хранения и непродовольственные товары (до 70% ассортимента магазинов), а компании формируют доставку по регионам. Поставки свежих и скоропортящихся продуктов в региональные магазины осуществляют местные поставщики, однако работа с ними координируется из центра.

Поскольку распространение сети в регионы началось только с 2005 г., и на ближайшее время запланирована обширная экспансия, существуют риски возникновения зависимости Компании от качества работы логистических операторов и ослабления контроля над качеством и своевременностью поставок в регионы.

Недвижимость

До 2004 г. у Компании практически не было собственной недвижимости: помещения магазинов были арендованы у «МКапитала» (до 11.10.2006 г. - «Столичные гастрономы»), который формально не входит в консолидированную группу «Седьмого Континента», однако контролируется общими акционерами. Фактически, «МКапитал» был балансодержателем недвижимости в составе более крупной группы.

Последние три года «Седьмой Континент» активно приобретает помещения магазинов на собственный баланс. Вновь открываемые магазины в большинстве случаев находятся в собственности «Седьмого Континента». Доля собственных площадей в общем объеме торговых площадей будет постепенно расти в соответствии со стратегией Компании, однако роль «МКапитала» по-прежнему очень велика.

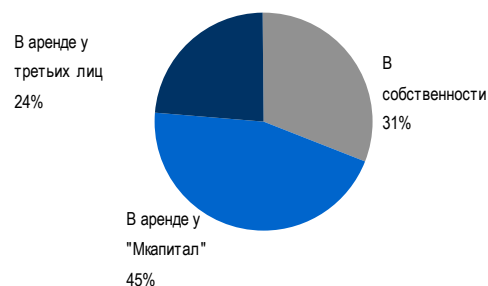
Большинство договоров аренды с третьими лицами – долгосрочные, на 10-20 лет, хотя в некоторых случаях срок достигает 49 лет. Следует отметить, что все ставки аренды зафиксированы в долларах и в большинстве случаев индексирование ставок не предусмотрено.

Таким образом, несмотря на значительную зависимость от одного арендодателя, риск резкого повышения ставок или прекращения контрактов для «Седьмого Континента» невелик благодаря аффилированности.

Собственные и арендованные магазины

	2004	2005	2006
Действующие магазины на конец года	77	111	123
Из них в собственности	6	24	32
Арендовано у «МКапитал»	59	59	58
Арендовано у третьих лиц	11	27	33

Торговые площади в аренде и в собственности, 2006 г



Источник: данные Компании

«МКапитал» представляет собой относительно небольшую, но высокорентабельную компанию, владеющую крупным портфелем недвижимости, с рыночной стоимостью в несколько раз превосходящей финансовый долг¹.

«МКапитал» (ранее, «Столичные гастрономы»), USD млн.

	2005	2006
Выручка	34	34
Прибыль от продаж	25	25
Чистая рентабельность	59%	61%
Внеоборотные активы	124	163
Долг	13	59 (облигационный заем)

Источник: отчетность компании

¹ Мы не располагаем данными независимой оценки, но портфель недвижимости в середине 2006 г. превышал 160 тыс. кв. м. торговых площадей в Московском регионе, что по самым консервативным оценкам стоит более USD300 млн.

Финансовый и сравнительный анализ

Финансовый анализ

Анализ проводится на основании консолидированной аудированной отчетности по МСФО за 2004 - 2006 гг. Поскольку отчетность Компании ведется в рублях, долларовые значения приведены по курсу на конец отчетного периода для балансовых показателей и по среднему за период курсу - для показателей отчета о прибылях и убытках, а также в отчета о движении денежных средств.

Более 95% выручки, основных средств и капитала группы отражаются на счетах головной компании - ОАО «Седьмой Континент» (эмитент облигаций).

Основные показатели, USD млн					
USD млн.	2004	2005	прирост	2006	прирост
ОПУ					
Выручка	510	713	40%	958	34%
Валовая прибыль	158	229	45%	298	30%
EBITDA	43	75	74%	104	39%
Чистая прибыль	27	47	72%	68	43%
Баланс					прирост
Внеоборотные активы	76	224	148	504	280
Итого активы	215	376	161	748	372
Оборотный капитал	-19	-14	5	-10	4
Чистый долг	-78	26	104	-0.5	-26
Финансовый долг	0	92	92	51	-41
Собственные средства	122	162	40	516	354
ОДДС					
Чистый денежный поток от операций	36	60	24	23	-37
Инвестиции	-39	-159	-119	-234	-75
Свободный денежный поток	-3	-99	-95	-211	-112
Финансовый денежный поток	75	88	13	196	108
Основные показатели					
Валовая рентабельность	31.1%	32.2%	-	31.1%	-
Рентабельность EBITDA	8.4%	10.5%	-	10.8%	-
Чистая рентабельность	5.4%	6.6%	-	7.1%	-
Долг/EBITDA	0	1.2	-	0.5	-
EBITDA/проценты	168	45	-	19	-
Долг/Капитал	0	0.57	-	0.1	-

Выручка

Рост выручки носит преимущественно экстенсивный характер и связан с увеличением числа магазинов сети. Так, по данным управленческого учета Компании, рост выручки like-for-like за 2006 г. по сравнению с предыдущим годом в долларовом выражении составил 7.8%, причем в основном это связано с ростом среднего чека (на 7.7%). 4.0% из них обусловлены укреплением рубля. Таким образом, рост за счет расширения сети составил более 24%. Число магазинов выросло со 111 до 123 (+11%), но, поскольку Компания уже начала реализацию плана по развитию гипермаркетов, рост в квадратных метрах был более существенным: +24%. Увеличением доли магазинов форматов, рассчитанных на средний и низкий уровень доходов, также объясняются снижение среднего чека (незначительный рост в долларовом эквиваленте: USD11.8 против USD11.5 в 2005 г.) и рост клиентской базы на 34%. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе рост выручки также в основном будет происходить за счет расширения сети и увеличения торговых площадей.

EBITDA, прибыль и рентабельность

Темпы роста валовой прибыли опережали рост выручки в 2005 г. (45% против 40%), но замедлились в 2006 г. (30% против 34%), что выразилось в снижении валовой рентабельности на 1.1п.п. На валовую

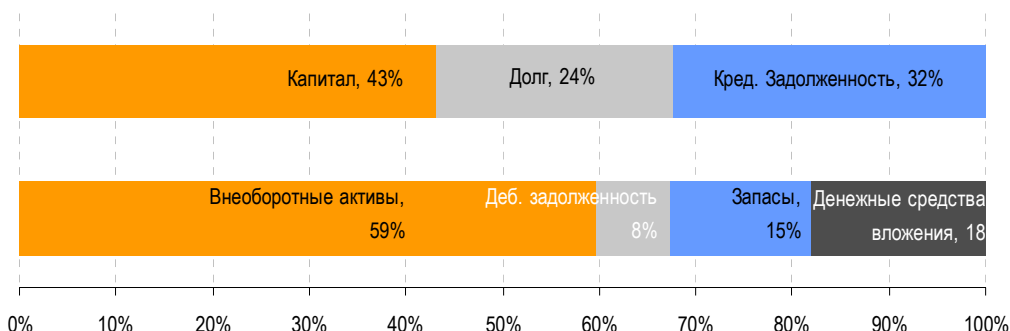
прибыль действует ряд разнонаправленных факторов: с одной стороны, снижение доли элитных супермаркетов «5 звезд» с валовой маржой свыше 35% и увеличение доли гипермаркетов с валовой маржой 24% давит на суммарный показатель рентабельности, но способствует росту оборотов; с другой стороны, с увеличением оборотов сеть может добиваться более выгодных условий от поставщиков. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе с ростом конкуренции валовая рентабельность будет постепенно снижаться.

Компания последовательно увеличивает объем основных средств на балансе, в основном за счет приобретения недвижимости. Это приводит к сокращению доли арендных платежей и росту амортизационных отчислений в структуре затрат. Расходы на рекламу практически не увеличились, несмотря на рост продаж. Основным фактором роста административных издержек являются расходы на персонал, но и их процент к продажам в 2006 г. сокращается благодаря экономии на масштабах (с 10.3% в 2005 г. до 9.7% в 2006 г.) В результате рентабельность EBITDA увеличилась с 8.4% в 2004 г. до 10.8% в 2006 г.

Поскольку у Компании практически нет долга, процентные платежи не оказывают существенного влияния на чистую прибыль. Напротив, проценты полученные (краткосрочные вложения средств от доэмиссии) превышали проценты, выплаченные в рассматриваемый период. Благодаря этому чистая прибыль росла быстрее показателя EBITDA.

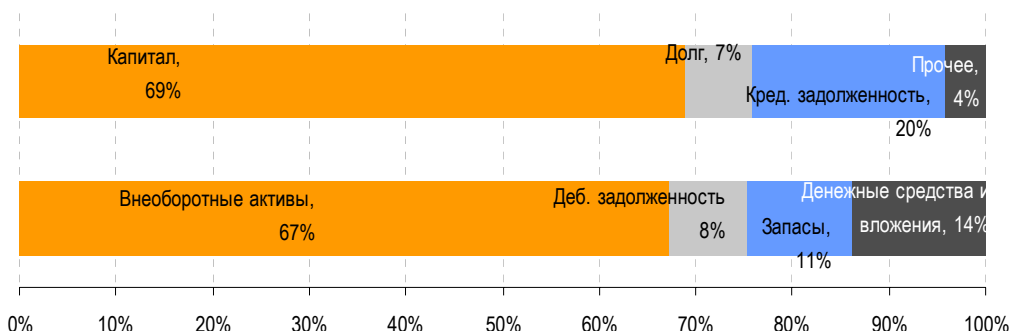
Структура баланса

31.12.2005



Источник: данные Компании

31.12.2006



Источник: данные Компании

В структуре активов доля внеоборотных активов достаточно велика, причем подавляющее большинство из них составляют основные средства. На конец 2006 г. 31% торговых площадей находился в собственности Компании, и стратегией развития предусмотрено дальнейшее увеличение этой доли.

В апреле 2006 г. Компания провела доп.эмиссию и привлекла USD 237.5 млн. Это серьезно повлияло на структуру баланса. Привлеченные средства были частично потрачены на погашение долга, частично инвестированы в развитие сети, но по итогам 2006 г. они не были полностью освоены, что привело к большим остаткам денежных средств на балансе. Очевидно, что такие пропорции излишне консервативны и не сохранятся долго: новый капитал дает возможность привлечь значительный дополнительный долг. Мы ожидаем, что после размещения облигационного займа доля заемных источников в пассивах резко возрастет, а по итогам следующего года доля денежных средств в активах сократится в пользу основных средств. В частности, в 2007 г. Компания закрыла сделку по приобретению ОАО «Объединенная торговая недвижимость», которое владеет помещениями 29 магазинов в Москве.

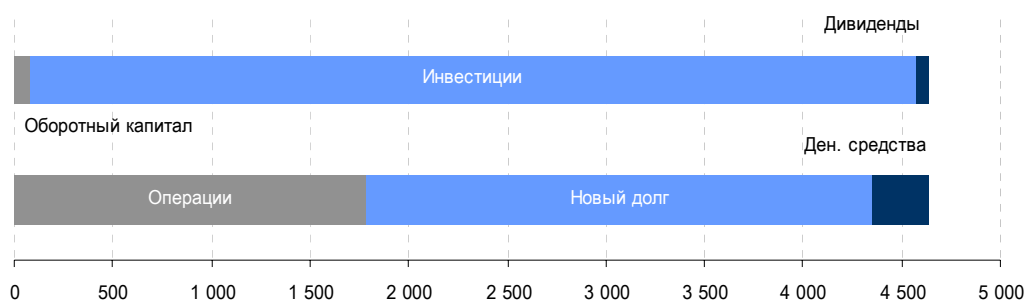
Потребность в оборотном капитале

Кредиторская задолженность Компании превышает дебиторскую и запасы. Таким образом, оборотный капитал является дополнительным источником финансирования. Однако этот ресурс постепенно сокращается, что видно по движению денежных потоков в 2005 и 2006 гг. Это объясняется активным ростом Компании, в частности созданием запасов под новые, еще не открывшиеся или не вышедшие на полные обороты магазины.

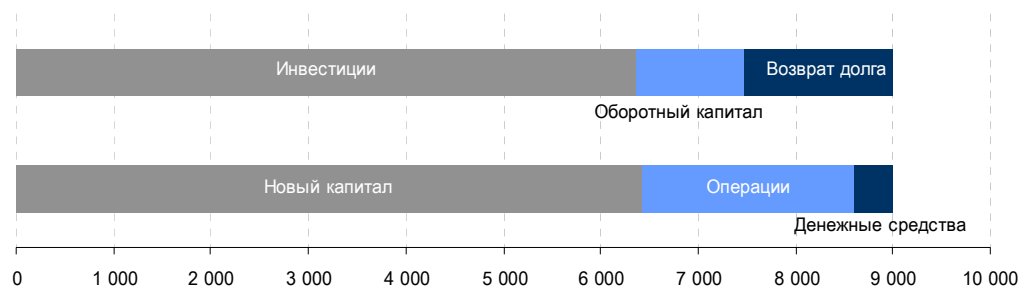
Оборот дебиторской задолженности составлял 13 дней и 17 дней в 2005 и 2006 гг. соответственно, причем более чем наполовину задолженность формировалась за счет сумм НДС к возмещению. Компания не имеет центральных складов, и товары поставляются непосредственно в магазины. Оборот запасов составил по итогам 2006 г. 37 дней (34 в 2005 г.) и фактически является средним сроком нахождения товара на полке. Несмотря на то, что Компания работает в продуктовом сегменте, свежие продукты составляют не более 40% ассортимента. Рост доли непродовольственных товаров (до 15% в 2006 г.) способствует удлинению оборота запасов.

Кредиторская задолженность образуется в основном благодаря товарному кредиту поставщиков, и в 2006г. ее оборот составлял 69 дней. По мнению Компании, значительного удлинения или сокращения оборота не предвидится, так как условия и порядок расчетов с поставщиками стабилизировались.

Источники и направления денежных средств, млн. руб. 2005г



Источники и направления денежных средств, млн. руб. 2006 г.



Источник: данные Компании

В рассматриваемый период Компания активно инвестировала в развитие. Поскольку операционный денежный поток лишь частично покрывал инвестиционные потребности, для финансирования дефицита в 2005 г. были привлечены заемные средства, а в 2006 г. – акционерный капитал.

Привлеченные средства

До 2005 г. у Компании не было финансового долга. Балансовый долг состоял исключительно из кредиторской задолженности. Однако, поскольку большая часть помещений магазинов находится в аренде, за балансом образуются обязательства в виде обязательных платежей по долгосрочным договорам (Contingent liabilities, раскрываются в комментариях к отчетности).

Весь финансовый долг группы в настоящий момент состоит из двух кредитов:

- (1) кредит Dresdner Bank AG, который фактически представляет собой CLN. Заемщиком выступает ОАО «Седьмой континент». В 2006 г. по оферте было погашено USD58.2 из USD90 млн.
- (2) кредит на USD18.2 млн. от ОАО «Приорбанк» (Республика Беларусь) под залог недвижимости в Минске. Заемщиком выступает СЗАО «Простор-Маркет».

В будущем Компания планирует привлекать средства через рынки капитала, поскольку это, как правило, дешевле и не ставит ее в зависимость от конкретных кредиторов. Собственность Компании не обременена залогом, что создает более комфортные условия для необеспеченных кредиторов, а также дает возможность Компании при необходимости привлечь кредит под залог. Кредит Dresdner Bank AG предполагает условие (ковенанту) - Долг/EBITDA не более 4х, которое Компания выполняет с большим запасом.

Сравнительный анализ

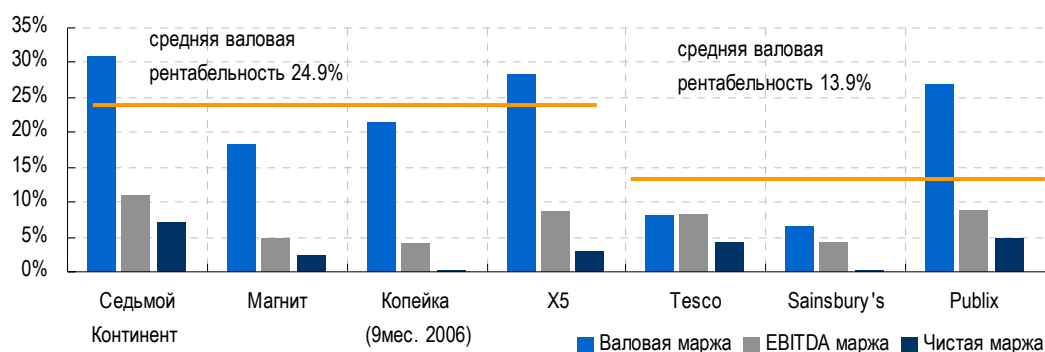
В качестве группы для сравнения выбраны российские розничные сети, публикующие отчетность по МСФО, а также несколько крупных западных операторов розничного рынка.

По результатам 2006 г., Компания демонстрирует самую высокую валовую рентабельность (31.1%) и рентабельность EBITDA (10.8%). Для сравнения, в 2006 г., после приобретения «Пятерочки» «Перекрестка», рентабельность EBITDA объединенной X5 составила всего 8.5%.

Для сравнения с иностранными компаниями показатель валовой рентабельности имеет ограниченное применение, поскольку расходы могут по-разному распределяться между прямыми (себестоимость проданных товаров) и накладными. Так, для «Седьмого Континента» оплата труда сотрудников относится на административные расходы, а, например, для TESCO – на себестоимость. Большая часть помещений TESCO находится в ее собственности, что приводит к большим амортизационным отчислениям, поэтому неудивительно, что валовая рентабельность этой компании ниже рентабельности EBITDA.

Тем не менее, в среднем российские компании могут позволить себе более высокие торговые наценки, чем ритейлеры на развитых рынках, что дает основание предполагать снижение валовой маржи в будущем.

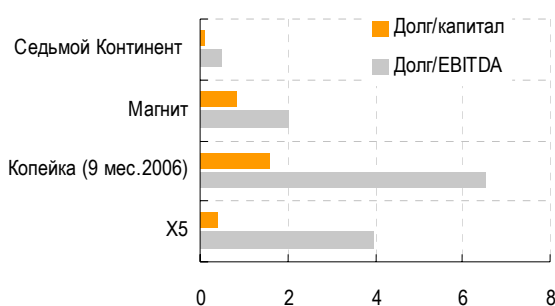
Сравнение показателей рентабельности, 2006 г.



Источник: отчетность Компаний

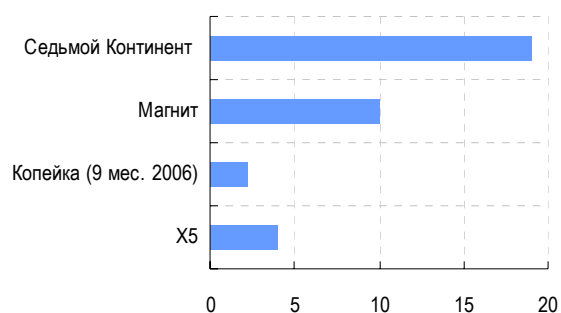
По сравнению с другими российскими розничными компаниями, «Седьмой Континент» имеет самую низкую долговую нагрузку. В 2006 г. многие компании активно привлекали заемные средства, в то время как «Седьмой Континент» сократил финансовый долг почти вдвое и увеличил капитал более чем в два раза. Можно ожидать, что в 2007-2008 гг. ситуация изменится и долговая нагрузка возрастет, однако внутреннее финансовое планирование Компании не предполагает увеличение долговой нагрузки Долг/EBITDA свыше 3х.

Долговая нагрузка, 2006 г.



Источник: отчетность Компаний

EBITDA/%, 2006 г.



Источник: отчетность Компаний

Сравнение финансовых показателей, 2006 г.

	Седьмой Континент	X5 (включая "Меркадо")	Магнит
Выручка, USD млн.	958	3 551	2 505
EBITDA, USD млн.	104	295	122
Чистая прибыль, USD млн.	68	103	57
Финансовый долг, USD млн.	51	1167	243
Чистый долг, USD млн.	(0.5)	999	154
Собственные средства, USD млн.	516	2 890	304
Валовая маржа, %	31.1	27.9	18.3
EBITDA маржа, %	10.8	8.3	4.9
Чистая маржа, %	7.1	2.9	2.3
Долг/EBITDA, (x)	0.5	4.0	2.0
Долг/Собственные средства, (x)	0.1	0.4	0.8
EBITDA/проценты, (x)	19.0	3.7	8.5

Источник: данные компаний

Приложение: Отчетность Компании за 2004 -2006гг.

БАЛАНС, тыс. руб

	2004 г. (А)	2005 г. (А)	2006 (А)
Денежные средства и эквиваленты	2 174 042	1 886 902	1 348 500
Кредиты выданные, краткосрочные финансовые вложения	75 878	66 987	1 384 615
Дебиторская задолженность и авансы выданные	621 617	838 439	1 598 261
Товары	979 755	1 576 319	2 100 986
<i>Итого оборотные активы</i>	<i>3 851 292</i>	<i>4 368 647</i>	<i>6 432 362</i>
Основные средства	2 047 403	3 844 415	6 168 485
Вложения в аффилированные структуры	5 718	-	-
Долгосрочные авансы выданные и прочая внеоборотная задолженность	43 524	2 581 792	6 876 892
Goodwill и прочие внеоборотные активы	6 049	13 320	207 137
Отложенные налоговые активы	6 597	-	31 213
<i>Итого внеоборотные активы</i>	<i>2 109 291</i>	<i>6 439 527</i>	<i>13 283 727</i>
АКТИВЫ	5 960 583	10 808 174	19 716 089
Торговая кредиторская задолженность	2 139 499	2 805 966	3 955 660
Прочая кредиторская задолженность	209 978	463 493	520 102
Налоговые обязательства	216 800	215 266	295 180
Краткосрочные кредиты	-	2 640 507	927 429
<i>Итого текущие обязательства</i>	<i>2 566 277</i>	<i>6 125 232</i>	<i>5 697 371</i>
Долгосрочные кредиты	-	-	406 514
Отложенные налоговые обязательства	-	23 897	25 673
<i>Итого долгосрочные обязательства</i>	<i>-</i>	<i>23 897</i>	<i>423 187</i>
Акционерный капитал	2 489 186	2 486 050	9 074 425
Резерв переоценки	396	496	(42)
Нераспределенная прибыль	904 724	2 172 499	3 860 650
Доля миноритариев			651 498
Итого капитал и резервы	3 394 306	4 659 045	13 586 531
ПАССИВЫ	5 960 583	10 808 174	19 716 089

Источник: данные Компании, МСФО

ОТЧЕТ О ПРИБЫЛЯХ И УБЫТКАХ, тыс. руб.

	2004 г. (А)	2005 г. (А)	2006 (А)
Выручка	14 686 912	20 157 629	26 034 263
Себестоимость	(10 121 064)	(13 676 110)	(17 935 311)
<i>Валовая прибыль</i>	<i>4 565 848</i>	<i>6 481 519</i>	<i>8 092 952</i>
Административные и коммерческие расходы	(3 533 615)	(4 752 470)	(5 872 234)
Прочие операционные доходы и расходы, итого	10 088	1 825	(94 732)
<i>Прибыль от операций</i>	<i>1 042 321</i>	<i>1 730 874</i>	<i>2 131 986</i>
Процентные расходы	(7 345)	(47 192)	(149 900)
Процентные доходы	26 891	125 456	457 756
Прочие внеоперационные доходы и расходы, итого	(1 765)	2 230	71 834
Доход от инвестиций	553	17	
<i>Прибыль до налогообложения</i>	<i>1 060 655</i>	<i>1 811 385</i>	<i>2 511 676</i>
Налог на прибыль	(273 196)	(478 992)	(674 817)
Чистая прибыль	787 459	1 332 393	1 836 859

Источник: данные Компании, МСФО

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

Сергей Бабаян
Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

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

Отдел торговли долговыми инструментами

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

Отдел РЕПО

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

Управляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA
Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com
Елена Морозова	Elena.Morozova2@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com

Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

Металлургия

Андрей Литвин	Andrey.Litvin@mdmbank.com
---------------	---------------------------

Нефть и газ

Андрей Громадин	Andrey.Gromadin@mdmbank.com
Надя Казакова	Nadia.Kazakova@mdmbank.com

Стратегия, экономика, банки

Алекс Кантарович, CFA	Alex.Kantarovich@mdmbank.com
Питер Вестин	Peter.Westin@mdmbank.com
Ирина Плевако	Irina.Plevako@mdmbank.com

Телекомы

Елена Баженова	Elena.Bazhenova@mdmbank.com
Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com

Редакторы

Натан Гарденер	Nathan.Gardener@mdmbank.com
Томас Лавракас	Thomas.Lavrakas@mdmbank.com
Екатерина Огурцова	Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com
Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com

Потребительский сектор

Елена Афонина	Elena.Afonina@mdmbank.com
Алексей Гоголев	Alexey.Gogolev@mdmbank.com

Электроэнергетика

Джордж Лиллис, CFA	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

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

Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

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