

РИТЕЙЛЕРЫ ОЦЕНИВАЮТ ВОЗМОЖНОСТИ ПЕРВИЧНОГО РЫНКА ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ДОХОДНОСТИ МОГУТ ЗАИНТЕРЕСОВАТЬ РЯД ИНВЕСТОРОВ

Выпуски привлекательны ближе к верхней границе ориентира по доходности. В настоящее время продолжается формирование книги заявок по размещению выпусков **Виктория-Финанс БО-01** и **Виктория-Финанс БО-02** объемом 2 млрд руб. каждый (их параметры представлены в таблицах справа). Средства привлекаются для рефинансирования текущей задолженности и дальнейшего развития розничной сети. Оба выпуска удовлетворяют всем критериям включения в ломбардный список и список РЕПО ЦБ. По первому из выпусков установлена оферта на досрочный выкуп через полгода, по второму – через полтора года. Ориентиры организаторов по доходности находятся в диапазоне УТР12,63–13,69% (купон в размере 12,25–13,25%) для **Виктория-Финанс БО-01** и УТР13,18–14,25% (купон 12,75–13,75%) для **Виктория-Финанс БО-02**. На рынке облигаций мало реально торгующихся выпусков ритейлеров. Кроме того, X5 Retail Group и Магнит слишком существенно превосходят Викторию – представителя третьего эшелона – по масштабам деятельности, чтобы их бонды могли служить адекватным ориентиром для определения справедливой доходности размещаемых выпусков. В то же время верхнюю границу доходностей второго эшелона задают выпуски Акрона (Fitch: B+) и Мечела (NR) – наиболее доходные в данном сегменте рынка. Исходя из премии в размере 100 б.п. за две ступени разницы в рейтинге (относительно наиболее близкого им по дюрации выпуска Акрон-2), 70–90 б.п. за отсутствие возможности получить под залог выпусков **Виктория-Финанс БО-01-02** рефинансирование в ЦБ и 50 б.п. премии за первичное размещение, мы оцениваем справедливую доходность выпуска **Виктория-Финанс БО-01** в 13,0–13,2%, выпуска **Виктория-Финанс БО-02** – на уровне 13,8–14,0%.

Частная компания... Компания начала деятельность в 1993 г. в Калининграде. Однако в теперешнем виде юридически группа была сформирована в 2005 г. во главе с материнской компанией ОАО Группа Компаний «Виктория» (является одним из поручителей по займам). 27 января международное агентство Fitch присвоило ГК «Виктория» рейтинг на уровне «B-» со стабильным прогнозом. Основными бенефициарами сети, консолидировавшими в своих руках 94% акций компании, являются физические лица – менеджеры и основатели компании А.М. Зарибко, В.Л. Кацман и Н.В. Власенко.

...и девятая по величине розничная сеть в России. В настоящее время Виктория осуществляет операционную деятельность в Москве и области, Санкт-Петербурге и Ленинградской области, а также Калининградской области. На конец 2009 г. сеть насчитывала 206 магазинов, причем треть торговых площадей находится в собственности группы, остальные арендуются. Сеть магазинов Виктории диверсифицирована по форматам (с пока что явным смещением в сторону дискаунтеров), что представляется стратегически оправданным, поскольку позволяет гибко реагировать на изменение внешних экономических условий и потребительских предпочтений. В настоящее время магазины сети представлены в следующих форматах: «супермаркет» (действуют под маркой «Виктория»), «дискаунтер» (марки «Квартал», «Дёшево»), а также мелкооптовая торговля (представлен гипермаркетом «Кэш» в Калининграде). Кроме того, с 2006 г. Виктория выпускает продовольственные товары под собственной торговой маркой. В состав логистической системы группы входят четыре

ПЕРВИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ

Информация о выпусках

Эмитент	ООО "Виктория-Финанс"
Основной поручитель	ОАО "ГК "Виктория"
Кредитный рейтинг выпуска и поручителя	Fitch: B-
Серия облигаций	Виктория-Финанс БО-01
Объем	2 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	0.5 года (путь)
Купон	Полугодовой
Торговый список ММВБ	В
Ориентир по доходности	УТР 12,63 - 13,69%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги заявок	12 февраля 2010

Эмитент	ООО "Виктория-Финанс"
Основной поручитель	ОАО "ГК "Виктория"
Кредитный рейтинг выпуска и поручителя	Fitch: B-
Серия облигаций	Виктория-Финанс БО-02
Объем	2 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	1.5 года (путь)
Возможность досрочного погашения	16 августа 2011
Купон	Полугодовой
Торговый список ММВБ	В
Ориентир по доходности	УТР 13,18 - 14,25%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги заявок	12 февраля 2010

Виктория – девятая по величине розничная сеть России – входит в список системообразующих предприятий

ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ДОХОДНОСТИ ВЫГЛЯДЯТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

распределительных центра, по два в Калининграде и Москве, где магазины Виктории представлены наиболее широко. По оценкам рейтингового агентства Fitch, Виктория занимает девятое место среди розничных сетей России. В декабре 2008 г. компания была включена в правительственный список системообразующих предприятий России.

Основной риск – высокая доля краткосрочной задолженности...

В течение последних лет Виктория планомерно улучшала свой финансовый профиль. На фоне 20-процентного роста выручки и более чем двукратного роста EBITDA в 2008 г. относительно показателей 2007 г. компании удалось снизить свою долговую нагрузку более чем

Рентабельность по EBITDA составляет 7,5%, а долговая нагрузка, выраженная отношением Долг/EBITDA, остается умеренной – 1,7

Финансовый профиль последовательно улучшается

Ключевые финансовые показатели ГК "Виктория" по МСФО, млн руб.

	2007	2008	6 мес. 2009
	Аудир.	Аудир.	Неаудир.
Выручка	26 503	31 864	15 368
Операционные расходы	(18 940)	(21 476)	(10 194)
ЕБИТ	538	1 899	778
ЕБИТДА	1 121	2 596	1 157
Амортизация	(583)	(697)	(380)
Проценты к уплате	(410)	(418)	(267)
Чистая прибыль	(101)	973	308
Отчет о движении денежных средств			
Операционный денежный поток	665	1 958	277
Капитальные затраты	(1 265)	(962)	(298)
Прочие инвестиционные расходы	22	(538)	(17)
Свободный денежный поток	(599)	996	(21)
Выплаченные дивиденды	0	(256)	0
Чистые денежные средства от финансовой деятельности	664	(298)	(614)
Увеличение / уменьшение денежных средств	87	159	(652)
Балансовые показатели			
Денежные средства и эквиваленты	694	853	201
Дебиторская задолженность	659	903	1 210
Запасы	1 554	1 783	1 457
Прочие оборотные активы	880	1 319	1 837
Оборотные активы	3 787	4 857	4 705
Основные средства	4 507	4 646	4 609
Прочие внеоборотные активы	1 405	1 639	1 617
Внеоборотные активы	5 912	6 285	6 226
Активы	9 699	11 143	10 930
Краткосрочный долг	1 061	3 202	4 039
Кредиторская задолженность	3 846	4 339	4 395
Прочие текущие обязательства	437	480	467
Текущие обязательства	5 344	8 021	8 901
Долгосрочный долг	3 475	1 664	263
Прочие долгосрочные обязательства	548	378	379
Долгосрочные обязательства	4 023	2 042	642
Капитал	332	1 079	1 387
Всего обязательства и капитал	9 699	11 143	10 930
Кoeffициенты			
Общий долг	4 536	4 867	4 301
Чистый долг	3 843	4 014	4 100
Норма EBITDA (%)	4,2	8,1	7,5
EBITDA/проценты к уплате	2,7	6,2	4,3
Общий долг/EBITDA	4,0	1,9	1,7
Чистый долг/EBITDA	3,4	1,5	1,6
Общий долг/Активы, %	47	44	39
Общий долг/Капитал, %	1 368	451	310
Текущие активы/Текущие обязательства, %	71	61	53

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ДОХОДНОСТИ ВЫГЛЯДЯТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

– 1,6, а совокупный долг с начала 2009 г. сократился на 12% до 4,3 млрд руб. С учетом того, что в дату размещения биржевых облигаций Виктории предстоит погасить находящийся в обращении выпуск Виктория-Финанс-2 объемом 1,5 млрд руб., после привлечения нового долга левередж компании, по нашим оценкам, возрастет до 2,7, что является средним уровнем для сектора. Отметим также, что в сложный для всех российских компаний период Виктория оставалась прибыльной на операционном уровне – приток средств от операционной деятельности за I полугодие 2009 г. составил 277 млн руб. Существенным фактором инвестиционного риска, связанного с компанией, является значительный объем краткосрочной задолженности (4,3 млрд руб.), которая на конец I полугодия 2009 г. достигала 94% от общего долга.

... но на стороне компании хорошая кредитная история. Согласно презентационным материалам компании, во II полугодии 2009 г. она успешно рефинансировала большую часть своего долга. Единственным крупным погашением, предстоящим Виктории в ближайшее время, является выпуск Виктория-Финанс-2 на 1,5 млрд руб., и эта сумма покрывается имеющимися у компании денежными средствами, а также неиспользованными кредитными линиями. Однако доля краткосрочного долга по-прежнему остается высокой. По данным Fitch, в настоящий момент 31% долга Виктории подлежит погашению в 2010 г., 37% – в 2011 г. Отметим, что в кризисный период, когда банковское финансирование было практически недоступным для компаний третьего эшелона, Виктория успешно проводила все расчеты с кредиторами. В январе 2009 г. она погасила первый облигационный заем на 1,5 млрд руб., а за I полугодие в целом погасила на 614 млн руб. займов больше, чем привлекла. Как следует из последней отчетности ритейлера, помимо держателей облигаций, крупным кредитором Виктории, является Альфа-Банк. Однако уже в ближайшем будущем компания планирует привлечение в капитал инвесторов. Согласно появившейся недавно в прессе информации, уже этой весной Виктория может либо провести IPO, продав до 30% акций, либо разместить их среди частных инвесторов. Вероятно, эти сообщения имеют под собой основания: Виктория в 2009 г. практически не занималась расширением сети, сосредоточившись на повышении эффективности, поэтому в ближайшем будущем компании потребуются средства на развитие. Косвенным подтверждением этого может служить короткий срок (оферта всего через полгода) обращения **Виктория-Финанс БО-01**, тогда как можно было бы попытаться разместить средства на год.

После привлечения нового долга коэффициент Долг/ЕБИТДА Виктории, по нашим оценкам, составит 2,7

В ближайших планах Виктории привлечение инвесторов: либо посредством IPO, либо путем частного размещения

**По финансовым коэффициентам
выглядит достойно на фоне конкурентов**

Основные финансовые показатели ритейлеров за I п/г 09 г.

МСФО, млн руб.	X5 Retail Group	Магнит	Дикси	ГК "Виктория"
Выручка	130 914	78 556	26 754	15 368
ЕБИТДА	11 475	7 414	1 464	1 157
Чистая прибыль	1 587	3 900	(99)	308
Совокупный долг	61 404	15 309	8 355	4 301
<i>Краткосрочный долг</i>	8 514	7 802	5 277	4 039
<i>Денежные средства</i>	4 533	1 615	514	201
Чистый долг	56 872	13 694	7 841	4 100
Собственный капитал	49 741	27 774	5 795	1 387
Активы	162 329	58 059	20 374	10 930
<i>Коэффициенты</i>				
Норма ЕБИТДА, %	8,7	9,4	5,5	7,5
ЕБИТДА/Проц. расх.	4,6	7,7	3,7	4,3
Долг/ЕБИТДА	2,6	1,0	2,8	1,7
Чистый долг/ЕБИТДА	2,4	0,9	2,6	1,6
Долг/Собственный капитал	1,2	0,6	1,4	3,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

ПРЕДЛАГАЕМЫЕ ДОХОДНОСТИ ВЫГЛЯДЯТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНО

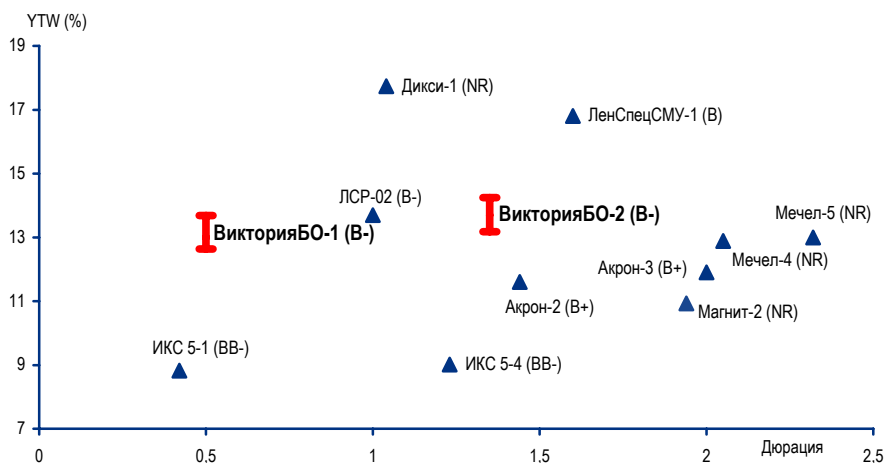
Возможен рост на вторичном рынке. Мы считаем облигации Магнита и Х5 не совсем подходящим ориентиром для определения справедливой доходности выпусков Виктории. Оба ритейлера входят в число 50 крупнейших предприятий России, по объему выручки опережают даже ряд промышленных предприятий и значительно превосходят эмитента по масштабам деятельности и потому воспринимаются инвесторами как компании из более высокой лиги. Кроме того, облигации Х5 низколиквидны. В то же время наиболее доходными облигациями компаний второго эшелона являются выпуски Акрона и Мечела – они и определяют границу, выше которой располагаются бонды компаний третьего эшелона. Наиболее близким по дюрации к полугодовому выпуску Виктории является **Акрон-2 (B+)**, рейтинг которого на две ступени выше. Хотя биржевые облигации Виктории выпускаются через SPV, основным поручителем и оферентом по выпуску выступает холдинговая компания, обладающая рейтингом «B-» по версии Fitch, что и дало агентству основания для присвоения облигациям рейтинга на уровне «B-». Разницу в рейтингах в две ступени мы оцениваем в 100 б.п., еще 70-90 б.п. дает отсутствие новых выпусков в ломбардном списке и списке РЕПО ЦБ и 50 б.п. – премия за первичное размещение. Таким образом, мы оцениваем диапазон справедливой доходности выпуска **Виктория-Финанс БО-01** с офертой через полгода в 13,0–13,2%, для выпуска **Виктория-Финанс БО-02** с офертой через полтора года – на уровне 13,8–14,0%. Отметим, однако, что оба выпуска в настоящий момент (пока требования по рейтингам не были ужесточены) удовлетворяют всем необходимым критериям (рейтинг «B-», наличие в списке системообразующих предприятий) для их включения в вышеупомянутые списки (ломбард, РЕПО). Поэтому сам факт и сроки включения в списки будут прямо зависеть от желания и усилий самого эмитента и организатора размещения. Если это произойдет, у бумаг возникнет дополнительный потенциал роста на вторичном рынке. А пока, исходя из наших оценок, для инвесторов, готовых приобретать бумаги эмитентов третьего эшелона, размещение выглядит привлекательным для выпуска **Виктория-Финанс БО-01** – в середине объявленного ориентира по доходности, для выпуска **Виктория-Финанс БО-02** – ближе к его верхней границе.

Выпуски привлекательны ближе к верхней границе ориентира по доходности

Выпуск Виктория БО-2 интересен

ближе к верхней границе ориентира по доходности

Доходности рублевых облигаций ритейлеров и наиболее доходные выпуски эмитентов второго эшелона



*Котировки по состоянию на 10 февраля 2010 г.

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru

Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru

Екатерина Губина, gubinaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru

Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Анна Комова, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru

Станислав Боженко, bozhenkovs@uralsib.ru

Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru

Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010