

Монитор первичного рынка

Азбука Вкуса: премия для «премиум»

Выпуск облигаций серии 02

Наталья Ковалева
 Kovaleva_NY@mmbank.ru

Эмитент	ООО "Городской супермаркет"
Поручитель	ООО "Азбука вкуса"
Серия выпуска	2
Объем выпуска, млн. руб.	2000
Гос. номер	4-02-36155-R
Дата начала размещения	07.08.2008
Срок обращения	3 года
Оферта	1 год
Организатор(ы)	Банк Зенит
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	http://www.azbukavkusa.ru/
Прогноз	
Ставка купона, % год.	от 13.5%
Рекомендуемая дох-ть для участия, %	от 14.2%
Спрэд к бескупонной кривой, б.п.	860

Источники: эмиссионные документы, расчеты и оценки Банка Москвы

«Азбука Вкуса» – розничная сеть, работающая в формате «премиум» и включающая на настоящий момент 24 супермаркета и 1 торговый павильон. Общая площадь супермаркетов – 37.1 тыс. кв. м, торговая площадь – 17.9 тыс кв. м. На рынке премиального ритейла Азбука Вкуса занимает второе место с долей рынка 40.5% в стоимостном выражении (в 2007 г., по сравнению с 29.1% в 2006 г.) Лидер рынка – «Седьмой континент – 5 звезд» с 48% рынка.

В 2006 г. было открыто 5 новых супермаркетов, в 2007 г. – 6. В этом году уже открыт 1 магазин и до конца финансового года (до 01.04.2009) планируется открыть еще 6.

Планы региональной экспансии

До текущего года сеть развивалась только в московском регионе: 22 супермаркета расположены в Москве, 2 – на границе с Москвой. Начиная с этого года, стратегия компания включает экспансию в региональные центры России (до Урала) и столицы стран СНГ. Целевые города следующие: в России - Сочи, Ростов-на-Дону, Краснодар, Екатеринбург, Самара, Уфа, в СНГ – Киев, Алматы. Первые 2 магазина планируется открыть в Киеве уже в этом году.

В 2008 году лишь небольшая часть от общего объема всей инвестиционной программы пойдет на региональную экспансию, начиная с 2009 г. – основная часть средств пойдет именно на регионы.

Акционеры

Основная компания Группы, через которую проходят все потоки от операционной деятельности, - ООО «Городской супермаркет», эмитент облигационного займа. 99% УК Городского супермаркета принадлежит ООО «Азбука Вкуса», управляющей компании, выступающей поручителем по займу, 1% - оффшорной компании (Demanor Investment Limited). Конечными бенефициарами (через оффшорные компании) является группа физлиц, основателей компании:

- Кощеенко М.Н. (27.5% акций),
- Лыткин О.А. (27.5%),
- Трыкин О.В. (10%),
- Верещагин С.С. (10% минус 1 акция).

Изначально все четверо владели равными долями (25%). В марте этого года Трыкин и Верещагин продали 25%+1 акция, из которых по 2.5% купили Кощеенко и Лыткин, а

- 25%+1 акция получили бывшие владельцы Экспобанка - Питер Хамбро, Павел Масловский, Андрей Вдовин, Кирилл Якубовский.

Сильные стороны:

- сильные позиции в высокомаржинальном сегменте розничной торговли;
- высокие темпы роста бизнеса

Слабые стороны:

- низкая (для сектора премиальной розницы) рентабельность EBITDA
- очень малая доля недвижимости в собственности, причем все объекты пойдут под залог другого кредита
- высокая доля операционных затрат в выручке

Недвижимость

Развитие сети Азбука Вкуса в основном происходит на арендуемых площадях (21 из 24). В дальнейшем стратегию развития не планируется менять. Основная причина – очень высокая стоимость недвижимости, пригодной для развития в сегменте «премиум», а именно в центре, районах элитной застройки и по пути следования к элитным пригородам. Компания заключает долгосрочные договора аренды - в большинстве случаев на 10 лет по ставкам чуть выше рынка. Средняя срочность по текущим договорам – 5-10 лет. Высокая стоимость аренды является одним из факторов, обуславливающих высокую (выше среднерыночной) долю операционных затрат в выручке – 29% по итогам предыдущего года, из которых 7% - расходы на аренду.

Владельцем 3 супермаркетов является ООО «Фирма Дайм», принадлежащая Demanor Investment Limited и связанная с ООО «Городской супермаркет» и ООО «Азбука Вкуса» только через головную компанию (и соответственно общих владельцев). Рыночная стоимость недвижимости оценивается в \$29 млн (по данным компании). Поручителем по займу эта компания не выступает.

Цели займа

Средства от размещения 2-го облигационного займа объемом 2 млрд руб. будут распределены следующим образом:

- 700 млн руб. – рефинансирование краткосрочного кредита Уралсиба;
- 700 млн руб. – на финансирование инвестиционной программы в 2008 календарном году;
- 600 млн руб. – размещение денег на банковских депозитах для финансирования инвестиционной программы 2009 года.

Финансовые показатели

По итогам 2007 финансового года (закончился 31.03.2008) ГК Азбука Вкуса подготовила неаудированную отчетность по МСФО. Аудированную отчетность планируется подготовить по итогам следующего года, аудитором выступит Ernst & Young. Также в нашем распоряжении есть отчетность за 2006 календарный и 2006 финансовый (закончился 31.03.2007) годы. В материалах к размещению базой для сравнения всех показателей за 2007 фин. год (кроме выручки) выступают данные за 2006 календарный год. Мы получили данные МСФО за 2006 финансовый год буквально вчера, но решили показать обе отчетности, т.к. это дает более широкое представление о деятельности компании.

По итогам 2007 финансового года выручка Группы почти удвоилась, достигнув \$334.3 млн – рост составил 94%. Темпы роста выручки впечатляют – быстрее в 2007 г. росла только сеть гипермаркетов Карусель, купленная X5 Group (130%), примерно на том же уровне – сибирская Группа Холидей, но в этом случае рост был обеспечен слиянием с Корой. Тем не менее, по абсолютным показателям Азбука Вкуса пока можно отнести к небольшим розничным сетям.

ЕБИТДА компании в 2007 фин. году достигла \$23.8 млн по сравнению с \$12.8 в 2007 фин. году и \$16.4 млн в 2006 календ. году. Валовая рентабельность компании хотя и уменьшилась до 36.2%, но по-прежнему остается одной из самых высоких в отрасли. Негативным моментом является уменьшение рентабельности ЕБИТДА в 2007 фин. году до 7.1% с 11.1% в 2006 г. В 2006 фин. году рентабельность ЕБИТДА составила 7.5%. Таким образом, предоставленная финансовая отчетность показывает, что ухудшение показателей возникло в 1-ом квартале 2007 г. Для компании, работающей в премиальном сегменте такой уровень рентабельности ЕБИТДА достаточно низок. Для сравнения, по итогам 2007 г. один из benchmark отрасли, Седьмой континент, у которого лишь часть бизнеса сосредоточена в премиальном сегменте, показал рентабельность ЕБИТДА на уровне 11.4%, тот же показатель по итогам 2007 г. у сети гипермаркетов Карусель составил 8.4%.

Менеджмент компании объясняет снижение рентабельности следующими факторами. Открытые в 2007 г. магазины существенно отличаются от большинства открытых ранее – средняя торговая площадь примерно в 1.5 раза выше. Основная идея увеличения площади магазина – обеспечения так называемого «резерва» в плане наполняемости магазина покупателями (для целевой аудитории Группы сервис, подразумевающий помимо всего прочего и отсутствие очередей, является весьма важным фактором). Однако в моменте открытие таких магазинов привело с одной стороны к росту затрат на их открытие, а с другой стороны на несколько более медленный выход на «плановые показатели» продаж. С нашей точки зрения, такое объяснение вполне обосновано и является аргументом в пользу улучшения рентабельности в дальнейшем, которое прогнозирует компания. Наличие нескольких «проблемных» супермаркетов, также оказывает негативное влияние на

рентабельность. В то же время компания разрабатывает меры по стимулированию продаж в этих магазинах.

Росту рентабельности также должна способствовать реализация еще 1 проекта Группы – развитие централизованного производства собственной кулинарии на фабрике-кухне, что позволит увеличить долю этого высокомаржинального сегмента в выручке компании (с 10% до 17%).

Финансовые показатели ГК Азбука Вкуса в 2006 - 2007гг., млн. долл.

Показатель	2006 календ	2006 Финанс	2007 Финанс
Выручка	148.2	172.2	334.3
Валовая прибыль	59.8	60.4	121.0
ЕБИТДА	16.4	12.8	23.8
Активы	112.9	137.5	195.0
Долг	59.7	75.0	101.4
СК	37.4	26.7	31.0
Валовая рент-ть	40.3%	35.1%	36.2%
Рент-ть по ЕБИТДА	11.1%	7.5%	7.1%
Долг/Выручка	40.3%	43.6%	30.3%
Долг/ЕБИТДА	3.6	5.8	4.3
ЕБИТДА/ Чистые %	4.2	3.0	2.1
Долг/Активы	52.9%	54.6%	52.0%
Долгоср. долг/ Долг	82.8%	29.4%	33.8%
Долг/СК	1.6	2.8	3.3

Источники: данные компаний, оценки Банка Москвы

* неаудированная отчетность

Долговая нагрузка

По итогам 2007 фин. года показатель Долг/ЕБИТДА достиг 4.3х против 3.6х в 2006 г. В 2006 фин. году этот показатель перевалил за 5, составив 5.8х (как мы уже отмечали, относительно слабым, видимо оказался 1 квартал 2007 г.) Рост долговой нагрузки объясняется с одной стороны снижением рентабельности ЕБИТДА, с другой стороны роста абсолютной величины долга – до \$101.4 млн. С учетом общей тенденции в отрасли Долг/ЕБИТДА на уровне 4.3х не вызывает особого беспокойства. Кроме того, в текущем году компания прогнозирует снижение долговой нагрузки.

По состоянию на 01.06.2008 совокупный долг Группы составлял \$112.6 млн. Основными кредиторами были:

- Сбербанк – \$19.1 млн - краткосрочные кредиты, \$5.5 млн - долгосрочные;
- Уралсиб – \$16.7 млн - краткосрочные кредиты;
- Экспобанк – \$8.5 млн - краткосрочные кредиты, \$33.7 млн – долгосрочные.

Также на рынке обращался дебютный облигационный займ компании (часть на тот момент была уже выкуплена с рынка) на \$29.2 млн.

На настоящий момент структура кредитного портфеля заметно поменялась. В конце июля 2008 г. по облигационному выпуску прошла оферта, и бумага была практически полностью выкуплена с рынка, что было профинансировано за счет средств, предоставленных УРАЛСИБом.

В июле 2008 г. Азбука Вкуса получила первый транш кредита ЕБРР на \$40 млн (общий объем кредита составит \$50 млн). Ставка по кредиту – LIBOR+325 б.п. Все полученные средства пойдут на рефинансирование кредитов Экспобанк, предоставленных под залог недвижимости и оборудования (суммарный объем кредитов – чуть больше \$40 млн). Соответственно, эти объекты будут освобождены от залога. По словам менеджмента компании, кредиты ЕБРР предоставляются под залог 30% акций компании, а также недвижимости (в залог под 2-й транш).

Как мы уже отмечали, владельцем недвижимости является ООО» Фирма Дайм». Из структуры займа эта компания «выпадает», что на первый взгляд выглядит существенным негативом. Однако, учитывая вышеуказанное (это целевая компания-владелец недвижимости, которая, насколько мы понимаем, полностью попадает под залог кредита ЕБРР) значимость этого фактора значительно снижается. Оборудование, находившееся в залоге по кредитам Экспобанка, напротив, высвобождается из-под залоговых обязательств.

Второй транш кредита ЕБРР на \$10 млн будет получен в конце 2008 – начале 2009 г. и

бюджет полностью направлен на инвестпрограмму (оснащение фабрики-кухни).

Инвестиционная программа

Объем инвестпрограммы на 2008 фин. год составляет \$55.6 млн. Из них \$10 млн – целевые средства ЕБРР от 2-го транша кредита, которые будут направлены на дооснащение фабрики-кухни, около \$40 млн будут получены от размещаемого облигационного займа, остальное будет профинансировано из собственных средств.

Инвестпрограмма на 2009 г. может составить \$62 млн. В материалах к размещению облигационного выпуска сказано, что основная ее часть будет профинансирована из собственных средств. Однако учитывая прогнозы по EBITDA такое заявление, на наш взгляд, выглядит слишком смелым. В то же время если предположить, что 2/3 этого объема будет профинансировано за счет привлечения дополнительного долга, то показатель совокупный долг/EBITDA по итогам 2009 фин. года все равно должен снизиться до 3.2х.

Прогнозы

Согласно прогнозам компании, в 2008 фин. году планируется рост выручки примерно на треть – до \$445 млн. Сама компания называет такой прогноз консервативным. В 2009-2010гг планируется рост этого показателя примерно на 50-55% ежегодно. Стоит отметить, что планы по всем основным показателям на 2007 г. компания перевыполнила.

Что касается показателей рентабельности, целевым уровнем Азбука Вкуса видит для себя рентабельность EBITDA примерно на уровне 11%. В то же время, озвученные прогнозы по рентабельности EBITDA достаточно «осторожны» - компания прогнозирует постепенный рост этого показателя. Прогноз EBITDA на 2007 фин. год - \$23.8 млн.

По прогнозам компании совокупный долг на 01.04.2009 составит около \$120 млн., соответственно долг/EBITDA должен снизиться до 3.6х. По нашим оценкам совокупный может оказаться немного больше – порядка \$145 млн. В своих расчетах мы учитываем все уже проведенные операции рефинансирования, описанные в материалах к размещению, а также новый долг – фактически к тому долгу, что компания имела на 01.06.2008 добавится второй транш кредита ЕБРР на \$10 млрд и часть облигационного займа в 1.3 млрд руб., который пойдет на финансирование инвестиционной программы в 2008-2009гг. Возможно, компания планирует погасить часть краткосрочного долга из собственных средств.

Таким образом, исходя из самых консервативных прогнозов (прогнозы компании по выручке и очень плавный рост рентабельности плюс наша оценка долга), в 2008 фин. году долг/EBITDA останется примерно на уровне текущего года, составив 4.3х. Улучшение любого из показателей, что представляется весьма вероятным, даст более низкий показатель долговой нагрузки.

Прогноз фин показателей ГК Азбука Вкуса на 2008-2010 фин. годы

Показатель	2008	2009	2010
Выручка	445.3	690.8	1 045.1
EBITDA	33.4	58.0	102.4
Долг	120.0	н/д	н/д
Рент-ть по EBITDA	7.5%	8.4%	9.8%
Долг/EBITDA	3.6	н/д	н/д

Источник: компания

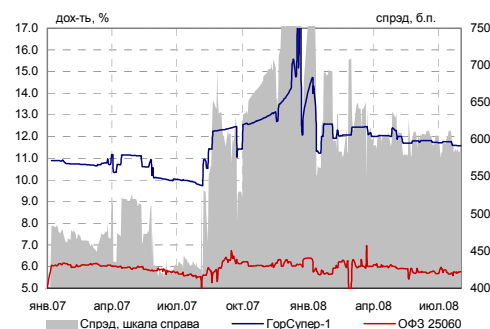
Ориентиры организаторов

Ориентиры, озвученные организатором займа, Банком Зенит – 13-14% к годовой оферте. В то же время последнее предложение организатора – 13.5% по купону, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 14.2%.

Позиционирование

На наш взгляд, Азбуку Вкуса можно отнести к крепкому 3-му эшелону. Покупка коротких бумаг эмитентов, чья способность расплатиться по своему долгу не вызывает сомнений, но которые в силу каких-то причин, в том числе, своего небольшого размера, «не дотягивают» до определения 2-го эшелона и должны предоставлять существенную премию, для того, чтобы разместиться в текущей сложной ситуации, может быть хорошей стратегией на падающем рынке.

В то же время целый ряд факторов, как то продолжающаяся переоценка доходностей бумаг 1-го и 2-го эшелонов, низкая ликвидность многих бумаг 3-го эшелона, которые теоретически могли бы служить ориентиром для сравнения и, вследствие этого, не достаточно репрезентативные уровни доходностей, делают оценку справедливых уровней доходности таких бумаг наиболее затруднительной.



Доходность и спред за последние 20 торгов. дней*

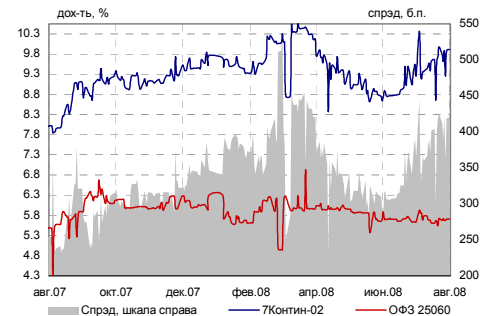
	ср.знач	ст.откл.	min	max
ГорСупер-1	11.68	0.09	11.58	11.77
ОФЗ 25060	5.74	0.08	5.58	5.89
Спрэд	595	11	583	612

*По состоянию на 04.08.08

Источники: ММВБ, Банк Москвы

Несмотря на то, что за целый год в розничном сегменте долгового рынка не было ни одного более или менее крупного размещения, в отрасли произошла достаточно серьезная переоценка. Например, доходность облигаций одного из benchmark этого сегмента Седьмого Континента-02 с офертой в июне 2009 г. с момента размещения в июне 2007 г. выросла примерно на 200 б.п. Доходность более длинного выпуска ИКС 5 Финанс с офертой в июле 2010 г. выросла на 280 б.п. Тем не менее объявленные недавно масштабные планы той же X5 Group (2 выпуска суммарным объемом 16 млрд руб.) и Виктории (3 выпуска на 9 млрд руб.), как впрочем и многочисленные объявления о планах размещения крупных эмитентов в других отраслях, не оставляют надежды на то, что переоценка уже завершена.

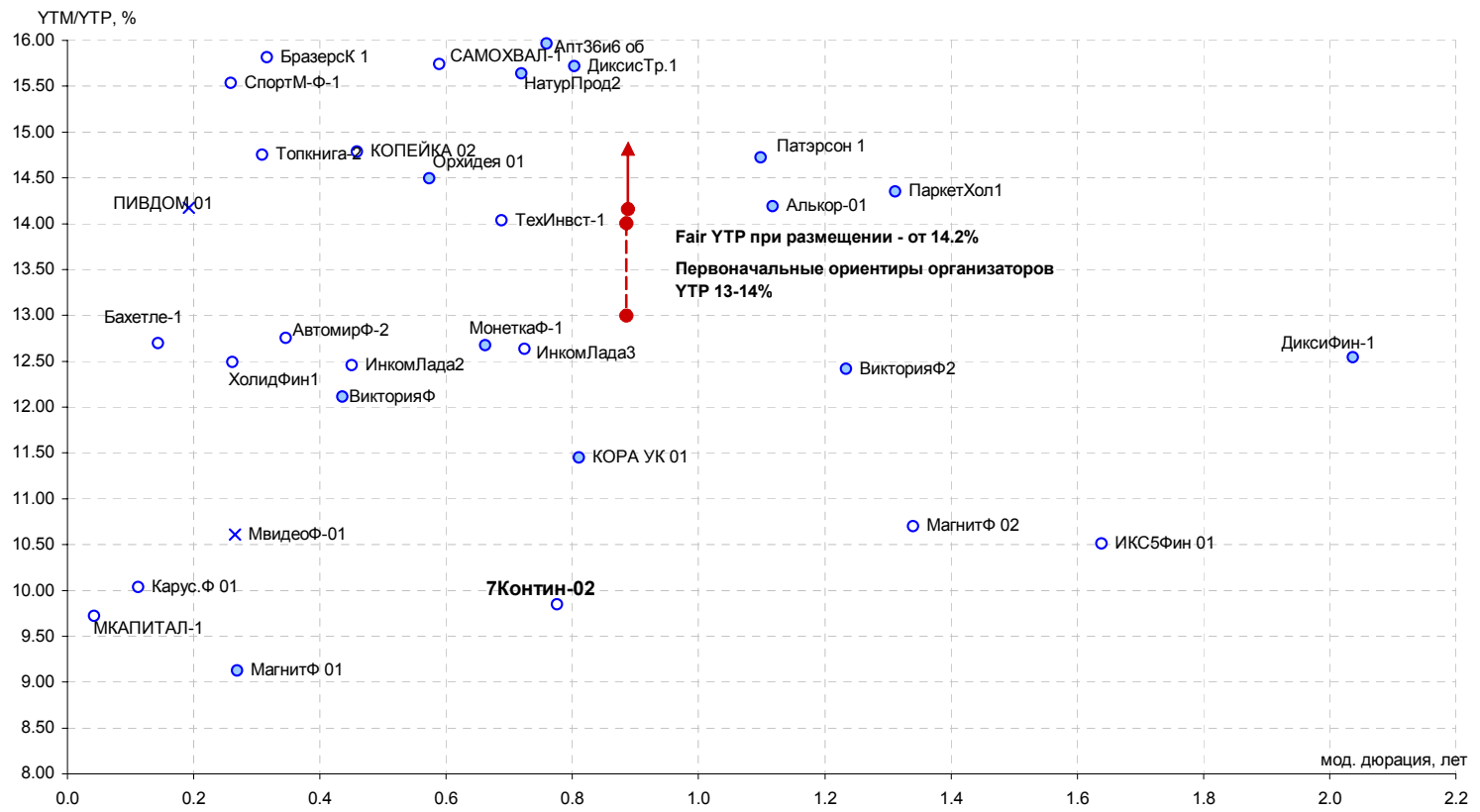
Выпуск Городской Супермаркет-01 в период между двумя офертами (конец января 2008г. и конец июля 2008 г.) торговался со средней доходностью около 12%. Предложенные ориентиры дают премию в размере 100 - 200 б.п. к этой доходности. Премия в 200 б.п. при размещении по верхней границе диапазона выглядит справедливой, однако и в этом случае у нас нет четкой уверенности, что после размещения новых займов Виктории и X5, выпуск не ждет переоценка «вслед за рынком». Что касается доходности ниже 14%, то в этом случае более привлекательна покупка бумаг отдельных бумаг 2-го эшелона с доходностью 13+ в других секторах долгового рынка. **Мы рекомендуем воспользоваться последним предложением организатора и выставять заявку с доходностью от 14.2% (купон 13.5%).** Этот уровень дает премию около 400-420 б.п к текущим уровням доходности бумаг одного из лидеров отрасли, который также является его конкурентом в сегменте премиального ритейла, Седьмого Континента, что мы считаем адекватным.



Доходность и спред за последние 20 торгов. дней*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
7Контин-02	9.58	0.31	8.70	10.02
ОФЗ 25060	5.74	0.08	5.58	5.89
Спред	384	34	300	426

*По состоянию на 04.08.08
Источники: MMVB, Банк Москвы



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 624 00 80

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Зам. директора департамента

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия**

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Экономика

Тремасов Кирилл

Tremasov_KV @mmbank.ru

Нефть и газ

Веденеев Владимир

Vedeneev_VY @mmbank.ru

Вахрамеев Сергей

Vahrameev_SS @mmbank.ru

Металлургия

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR @mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Банковский сектор

Хамракулов Дмитрий

Hamrakulov_DE @mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY @mmbank.ru

Телекоммуникации и ИТ

Мусиенко Ростислав

Musienko_RI @mmbank.ru

Химическая промышленность

Волов Юрий

Volov_YM @mmbank.ru

Управление долговых рынков**Стратегия и количественный анализ**

Федоров Егор

Fedorov_EY @mmbank.ru

Ковалева Наталья

Kovaleva_NY @mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA @mmbank.ru

Кредитный анализ

Михарская Анастасия

Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Игнатьев Леонид

Ignatiev_LA @mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за возможные потери клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.