

Седьмой Континент (NR): долгожданный возврат к публичности*Аналитик: Ольга Николаева e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com*

Продуктовая розничная сеть Седьмой Континент (7К) опубликовала операционные результаты за 2009 г. Кроме того, в нашем распоряжении оказалась неаудированная отчетность группы за январь-сентябрь 2009 г. Публикация этих данных, предваряющих аудированный годовой отчет, ожидаемый в апреле, является важным событием, поскольку позволяет инвесторам получить представление о последних изменениях в кредитном профиле группы, информационная прозрачность которой оставляет желать лучшего с момента начала кризиса. Нам также удалось получить комментарии менеджмента относительно того, как компания пережила наиболее острую фазу кризиса, и о ее планах на ближайшую перспективу.

Ключевыми моментами в отчетности мы считаем:

- Планомерное снижение долга и долговой нагрузки. По итогам 2009 г. долг 7К достиг 8.8 млрд. руб. (-30% год к году). Таким образом, долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА по итогам года, по нашей оценке, не превысит 2.6х.
- Сохранение высокого уровня рентабельности по сравнению с ближайшими конкурентами. По показателю валовой рентабельности (25.1% за 9М09) 7К все еще опережает лидера рынка Х5.
- Успешную оптимизацию оборотного капитала. Благодаря сильным позициям в переговорах с поставщиками, компании удалось дополнительно увеличить оборотный капитал на 348 млн. руб.

В тоже время, основным недостатком кредитного профиля 7К по-прежнему остается краткосрочная структура долга и, как следствие, высокие риски рефинансирования.

Выручка и рентабельность

По итогам девяти месяцев 2009 г., консолидированная выручка 7К составила 31.8 млрд. руб., увеличившись на 11.5% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. В то же время валовая торговая выручка (с учетом НДС) за весь 2009 г. достигла 49.1 млрд. руб. (+12% к 2008 г.) Стоит заметить, что последний показатель учитывает доходы только от розничных продаж. Увеличение оборота было обеспечено как за счет наращивания торговых площадей (в 2009 г. было открыто 5 новых магазинов, всего 142 шт.), так и благодаря росту сопоставимых (like-for-like) продаж на 4.2% в рублевом эквиваленте. Заметим, что более скромные темпы роста относительно конкурентов всегда были отличительной чертой компании. Более того, формат «супермаркет», в котором работает большая часть магазинов группы, более уязвим в моменты снижения потребительских расходов, нежели, к примеру, «дискаунтер». Средний чек по итогам 2009 г. увеличился всего на 0.6%. Внедренные в 2009 г. меры по поддержанию покупательского потока (различные акции, скидки), безусловно, отразились на показателях эффективности компании. Однако, хотя валовая рентабельность по итогам 9М2009 г. снизилась до 25.1% (29% на начало 2009 г.), «Семерка» по этому показателю все еще не уступает лидеру рынка Х5 (24.3% за 9М09). Операционная рентабельность тоже оказалась под давлением (ЕБИТДА margin 7.9% за 9М09 VS 9.8%

за 2008 г.) несмотря на проводимую политику сокращения общих и административных затрат. Основной причиной стал рост арендных платежей, обусловленный девальвацией рубля.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Седьмой Континент» в сравнении с конкурентами, МСФО			
млн. рублей	7К 9М2009 неаудир.	Х5 9М2009	Дикси 9М2009 неаудир.
Выручка	31 864	198 097	39 622
Операционная прибыль	1 687	11 499	959
ЕБИТДА	2 527	16 581	1 990
Чистая прибыль	720	3 942	(102)
Долг	9 877	60 967	8 942
Чистый долг*	9 568	52 631	8 517
Собственный капитал	17 932	52 150	5 792
Активы	35 394	167 975	20 062
Ключевые показатели			
Валовая рентабельность	25.1%	24.3%	26.8%
ЕБИТДА margin (%)	7.9%	8.4%	5.0%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	2.9	3.0	3.4
Чистый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	2.8	2.6	3.2
ЕБИТДА/проценты	2.4	5.0	2.6
Чистый долг /Собственный капитал (x)	0.5	1.0	1.5

Источник: данные компаний, оценка МДМ Банка

Операционный денежный поток и CAPEX

Несмотря на существенное ухудшение операционной среды в 2009 г., операционный денежный поток группы (до изменений в оборотном капитале) за 9М09 не претерпел существенных изменений по сравнению с аналогичным периодом 2008 года (2.2 млрд. руб.). Более того, за счет оптимизации оборотного капитала компании удалось дополнительно высвободить 348 млн. руб. Инвестиционная политика сети в кризисный год была крайне консервативна: было открыто всего 5 новых магазинов (в том числе два гипермаркета), а инвестиционный бюджет за январь-сентябрь не превысил 450 млн. руб. Кроме того, группа начала закрывать убыточные магазины (к прим. в Санкт-Петербурге) с последующей продажей торговых площадей. Выручка от продажи основных средств за 9М09 г. составила 1.1 млрд. руб. CAPEX на 2010 г. также выглядит достаточно скромно по сравнению с докризисными значениями- 2.5 млрд. руб. Планируется дополнительно открыть 16 новых магазинов, в основном в московском регионе. Преимущественно это будут объекты высокой степени готовности, завершение которых не потребует серьезных финансовых вложений.

Долг и долговая нагрузка

Приоритетной задачей компании в 2009 г. стало урегулирование отношений с кредиторами и рефинансирование краткосрочных долгов. В результате за январь-сентябрь 2009 г. совокупный долг 7К уменьшился почти на четверть, достигнув 9.8 млрд. руб., что позволило снизить соотношение Долг/ЕБИТДА до 2.9х. Более того, в четвертом квартале 2009 г. были успешно погашены кредиты ВТБ совокупным объемом 940 млн. руб. и Финсервисбанка на сумму 150 млн. руб. По оценке менеджмента компании, объем долга на конец 2009 г. снизился до 8.8 млрд. руб., что предполагает примерное соотношение долга и ЕБИТДА на уровне 2.6х. По этому показателю среди реально торгуемых компаний в розничном секторе 7К уступает лишь Магниту (Долг/ЕБИТДА<1 на конец 2009г.). Главным риском в данном контексте остается полностью краткосрочная структура заимствований. Иными словами, прочность кредитного профиля, по сути, является функцией от успеха в рефинансировании кредитов. В тоже время, мы не считаем, что у «Семерки» могут возникнуть сложности в этом направлении, а пересмотр условий финансирования (на текущий момент средняя стоимость рублевого фондирования составляет около 15%) позволит усилить финансовую устойчивость группы. С учетом объема ожидаемой инвестиционной программы на 2010 г. и планов менеджмента по привлечению заемного финансирования, с большой долей уверенности можно ожидать, что долговая нагрузка в терминах Чистый Долг/ЕБИТДА в течение 2010 г. не превысит 3-3.5х.

Результаты 7К за 9М09 г., безусловно, указывают на успехи антикризисного менеджмента в компании. В этом контексте возврат к информационной прозрачности является важным шагом со стороны сети.

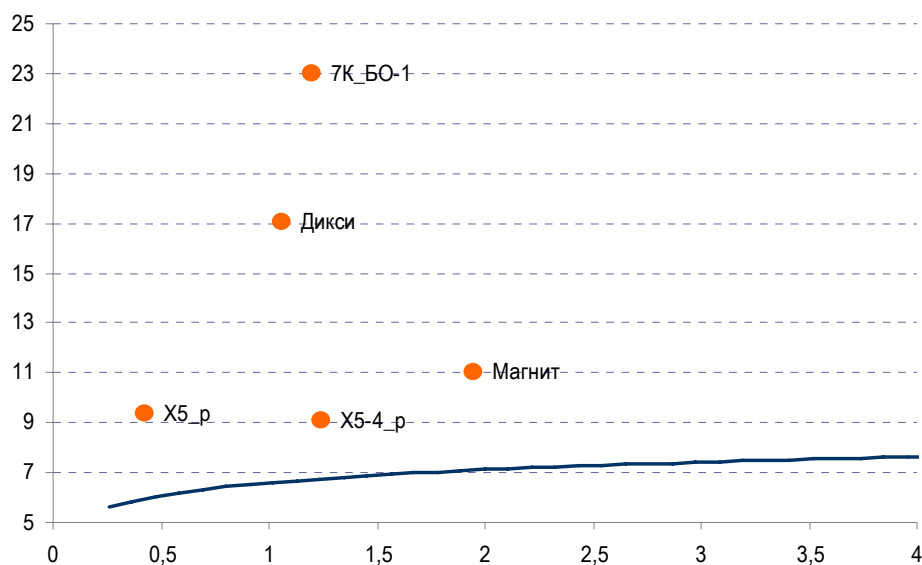
На текущий момент реструктуризированный выпуск 7К БО-01 неликвиден (индикативный объем можно купить с доходностью около 23%). В случае дальнейшей публикации новостей об успешном рефинансировании/погашении оставшейся части краткосрочной задолженности наряду с аудированной отчетностью за 2009 г., его покупка может стать неплохой идеей для инвесторов, которых не смущает невозможность рефинансирования выпуска в ЦБ в настоящее время.

Ключевые финансовые показатели ОАО «Седьмой Континент», МСФО

млн. рублей	2006 г.	2007 г.	2008	9М2008	9М2009 неаудир.
Выручка	26 034	32 558	39 880	28 518	31 864
Валовая прибыль	8 099	10 184	11 824	8 285	8 011
ЕВITDA	2 926	3 778	3 917	2 528	2 527
Чистая прибыль	1 838	2 536	1 170	1 233	720
Долг	1 334	11 963	13 123	12 734	9 877
Чистый долг*	(715)	6 448	11 879	12 414	9 568
Собственный капитал	13 586	15 742	16 695	15 913	17 932
Активы	19 514	34 438	38 866		35 394
Ключевые показатели					
Валовая рентабельность	31.1%	31.3%	29.6%	29.0%	25.1%
ЕВITDA margin (%)	11.2%	11.6%	9.8%	8.9%	7.9%
Долг/ ЕВITDA annualized (x)	0.5	3.2	3.3	3.8	2.9
Чистый долг/ ЕВITDA annualized (x)	n/a	1.7	3.0	3.7	2.8
ЕВITDA/проценты	19.5	10.4	4.4	5.0	2.4
Чистый долг /Собственный капитал (x)	n/a	0.4	0.7	0.8	0.5

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка *при расчете чистого долга в качестве денежных средств рассматривались также банковские депозиты

Карта рынка: розничный сегмент



Источник: ММВБ, оценка МДМ Банка

Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли на рынке ценных бумаг

Илья Виниченко

Ilya.Vinichenko@mdmbank.com

Продажи долговых инструментов

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Роберто Пиццементи	+7 495 787 94 52

Торговля долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Операции РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Торговля и продажи на рынке акций

Хусаинов Альберт	Albert.Khusainov@mdmbank.com
Ромодин Максим	Maxim.Romodina@mdmbank.com
Семенов Артур	Artur.Semenov@mdmbank.com
Ворожейкина Анастасия	Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com

Операции с векселями

Ларин Андрей	Andrey.Larin@mdmbank.com
--------------	--------------------------

Аналитическое управление

Михаил Зак	Mikhail.Zak@mdmbank.com	Начальник аналитического управления
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Анализ рынка облигаций
Дмитрий Конторщиков	Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com	Анализ рынка акций

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@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.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям 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.