

Марина Власенко
Москва (+7 495) 783-5029

18 сентября 2006 г.

Розничная торговля

www.alfa-bank.com

КАРУСЕЛЬ: ТЕОРИЯ ВЕРОЯТНОСТЕЙ (ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ ДОХОДНОСТИ ОБЛИГАЦИЙ)

Мы оцениваем справедливую доходность выпуска облигаций Карусель-Финанс в районе 10,3-10,5% годовых к оферте. Вероятность исполнения опциона на выкуп Карусели Pyaterochka Holding высока, однако будет зависеть от динамики показателей компании.

Сеть гипермаркетов Карусель обладает логичной структурой бизнеса с отличной динамикой развития. Основные акценты на (1) темпы роста, (2) контроль за затратами и (3) максимизацию прибыли. Имеет отчетность по МСФО, в том числе за 1ПГ 2006 г. Данные отчетности подтверждают прогнозные показатели.

Ориентир доходности предполагает верхнюю границу в районе 10% годовых, что представляется недостаточной компенсацией за риск данной компании. Вероятность исполнения Пятерочкой опциона на выкуп облигаций в 2008 году зависит от динамики показателей компании, то есть пока риск Карусели не связан с Пятерочкой. В случае продолжения роста прибыльности компании, вероятность сужения спреда к облигациям Пятерочки возрастет.

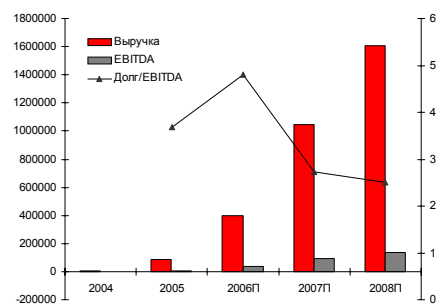
При покупке облигаций Карусели стоит оценивать привлекательность компании с учетом профессионализма менеджеров Пятерочки, которые уже достигли улучшения финансовых параметров. Мы оцениваем справедливую доходность облигаций в диапазоне 10,4-10,6% годовых к 2-летней оферте.

«Карусель»



Источник: <http://www.rpgroup.ru/photo.php?picid=122>

Прогноз финансовых показателей компании



Источник: прогнозы организаторов

	Арбат&Со	36.6	Магнит	Пятерочка	Карусель	7Континент
SALES	264	305.2	1577.7	1359.3	84.0	712.0
EBITDA	18.3	21.7	78.0	163.0	7.8	63.6
EBITDA MARGIN	6.9%	7.1%	4.9%	12.0%	9.3%	8.9%
NET INCOME	3.35	9.2	36.83	91.20	3.30	0.47
NET MARGIN	1.3%	3.0%	2.3%	6.7%	3.9%	0.1%
TOTAL ASSETS	171	246	408	668	284	382
EQUITY	64	49	49	196	192	165
TOTAL DEBT	139.3	110	162	232	49	93
NET DEBT	132.1	103	116	176	28.9	27
NET DEBT/ASSETS	0.8	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1
NET DEBT/SALES	0.5	0.3	0.1	0.1	0.3	0.0
NET DEBT/EQUITY	2.1	2.1	2.4	0.9	0.2	0.2
NET DEBT/EBITDA	7.2	4.7	1.5	1.1	3.7	0.4

Источник: данные компании за 2005 год, наши оценки

Аналитический отдел research@alfabank.ru

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Опцион на покупку: теория вероятностей

Приобретение Карусели - часть стратегии Пятерочки...

Основным фактором поддержки для котировок облигаций Карусели может стать потенциальное исполнение опциона на обратную покупку этой сети Paterochka Holding. Мы предполагаем, что долгосрочная стратегия акционеров Пятерочки подразумевает выкуп гипермаркетов в 2008 году. В соответствии с нашими оценками, Пятерочка сможет позволить себе такое приобретение. К тому же большой объем инвестиций в уставный капитал Карусели предполагает заинтересованность холдинга в развитии бизнеса.

...но зависит от дальнейших успехов сети

Решение менеджмента холдинга будет зависеть от финансовых показателей компании. В случае успешного развития бизнеса сети, вероятность исполнения опциона возрастет, что предоставит инвестором возможность игры на росте курсовой стоимости облигаций. Потенциал сужения спреда к Пятерочке составляет около 200 б.п.

Однако следует принять во внимание то, что в случае появления более выгодного варианта для покупки менеджмент Пятерочки может отказаться от исполнения опциона. Таким образом, пока следует воспринимать риск облигаций Карусели отдельно от риска Пятерочки, однако учитывать профессионализм менеджеров Пятерочки, которые занимаются развитием бизнеса компании и вероятность приобретения при благоприятном исходе. Безусловно, чувствительность облигаций к финансовым результатам компании будет усилена действием опционного контракта.

Возможен выкуп эмитентом по оферте, но инвесторы успеют заработать

Исполнение опциона может произойти с 1 января по 1 июля 2008 года, в то время как оферта по облигациям приходится на сентябрь. Наиболее вероятным сценарием в случае исполнения опциона представляется выкуп эмитентом облигаций по оферте и рефинансирование задолженности по более низкой ставке.

Структура бизнеса: евроформат

Сеть гипермаркетов Карусель обладает логичной структурой бизнеса с отличной динамикой развития. Основные акценты бизнес-стратегии сориентированы на:

- темпы роста

Агрессивные темпы роста выручки и EBITDA

В 1 полугодии 2006 года компания продемонстрировала рост выручки до \$122 млн по отношению к \$84 млрд за весь 2005 год, рост EBITDA на 66% по отношению к годовому объему 2005 года, чистой прибыли – более, чем вдвое. Текущая динамика делает возможным соблюдение агрессивных планов компании, однако следует принимать во внимание и рост долговой нагрузки, который в 2006 году будет наращиваться опережающими темпами.

- контроль за затратами

Основные средства - в собственности, длительные контракты с поставщиками

Компания ориентируется на выкуп земельных участков в собственность и строительство гипермаркетов с нуля под собственные нужды, что позволит снизить расходы на аренду и приобретение помещений. Компания занялась поиском земельных участков в 2003 году. Это позволило получить в долгосрочную аренду земельные участки для строительства гипермаркетов в городской черте Санкт-Петербурга и Нижнего Новгорода, что будет способствовать близости к потребителю. Условия аренды подразумевают преимущественное право выкупа земли в собственность.

Контракты с поставщиками составлены на долгосрочной основе и позволяют получить скидки. Транспортные расходы ложатся на поставщика.

Система хранения и структура заказов нацелены на экономию средств, основаны на международном опыте.

Низкие цены и мотивация персонала

- максимизацию прибыли

Карусель позиционирует себя как магазин с самыми низкими ценами, рассчитывая привлечь покупателей высоким уровнем сервиса и широким ассортиментом в сочетании с низкими ценами. Большое внимание уделяется мотивации персонала.

Планы по прибыльности подразумевают рост выручки в 2005 году на 2295%, в 2006 году на 375%, в 2007 году – на 161%. К 2008 году Карусель планирует открыть 40 гипермаркетов в Санкт-Петербурге, Москве, Екатеринбурге, Волгограде.

13 гипермаркетов для Питера – не много ль будет?

Риски: логистика и перенасыщение рынка

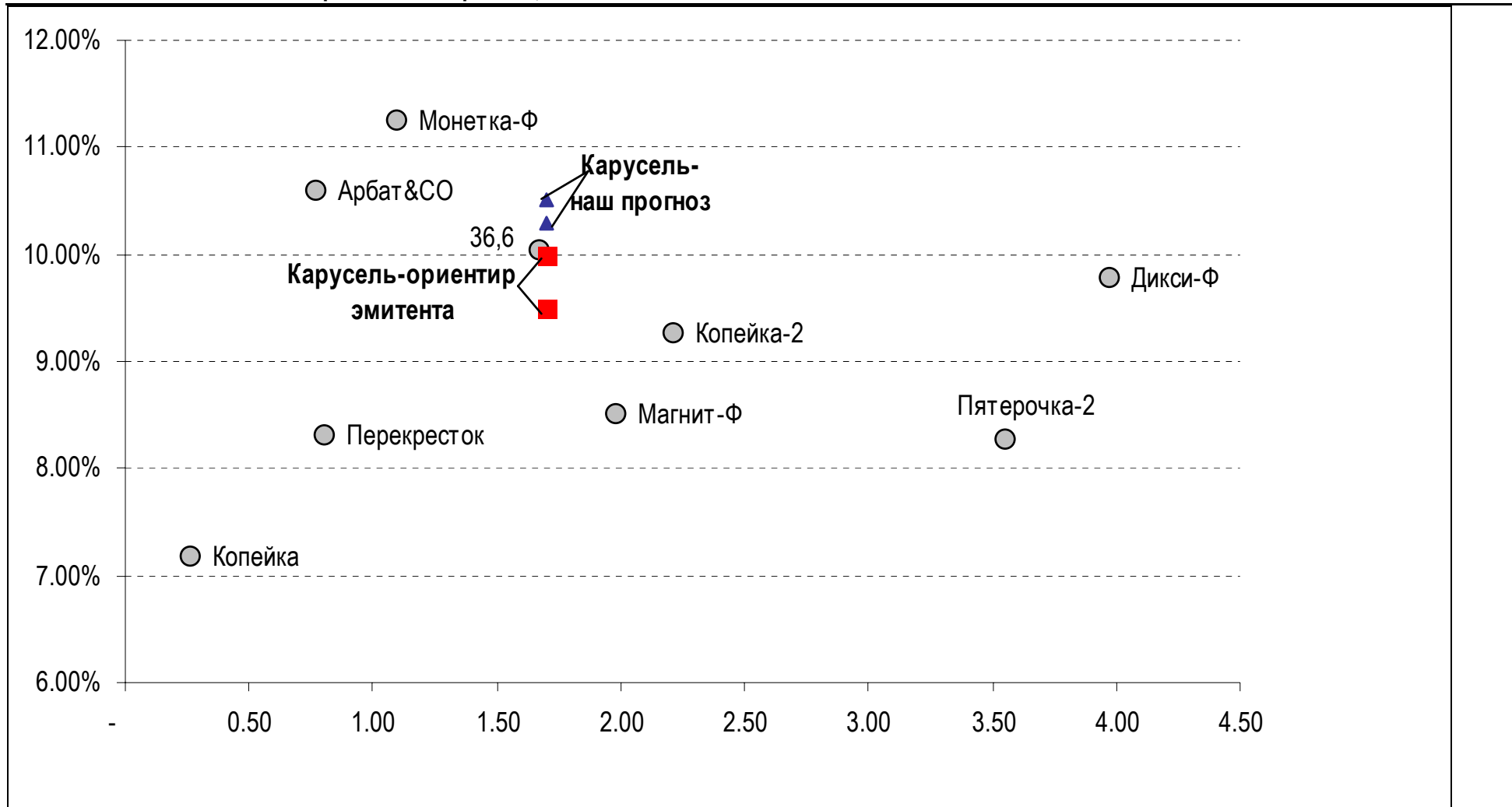
Основными рисками развития бизнеса Карусели нам представляются проблемы с логистикой и перенасыщение рынка. В планах компании – открытие 13 гипермаркетов в Санкт-Петербурге, и востребованность такого количества магазинов гиперформата может оказаться под вопросом.

Экспансия в регионы – возможны трудности

После завершения строительства 13 магазинов в Петербурге, динамика развития компании будет обеспечена за счет региональной экспансии. Однако при продвижении в регионы модель закупок компании, при которой транспортные риски и расходы ложатся на поставщика, столкнется с проблемой удаленных заказов, когда поставщик не будет заинтересован в жестких условиях поставок.

С учетом вышеназванных катализаторов и факторов риска, мы считаем облигации Карусели привлекательными для покупки под доходность 10,3–10,5% годовых, что соответствует ставке купона 10,00–10,25%.

Илл 1: Российские облигации розничной торговли, доходность



Source: Reuters, Bloomberg, Alfa-Bank

Информация

Управление ценных бумаг с фиксированной доходностью	Олег Белов, управляющий директор (7 495) 785-7403
Вице-президент по работе на долговом рынке капитала	Ольга Гороховская (7 495) 786-4877
Старший менеджер	Мария Хабарова (7 495) 786-4893
Торговые операции	Игорь Панков, вице-президент по продажам (7 495) 786-4892 Ольга Паркина, менеджер по продажам (7 495) 785-74-09 Константин Зайцев, старший трейдер (7-495) 785-7408
Вице-президент по операциям РЕПО и финансированию	Олег Артеменко (7 495) 785-7405
Управление производных инструментов	Саймон Вайн, начальник Управления (7 495) 792-5844
Управление валютно-финансовых операций	Игорь Васильев, начальник Управления (7 495) 788-6497
Аналитический отдел	Рональд Смит, начальник отдела (7 495) 795-3613
Рублевые облигации, новости	Екатерина Леонова (7 495) 785-9678
Еврооблигации	Марина Власенко (7 495) 783-50-29
Адрес	Проспект Академика Сахарова, 12 Москва Россия 107078 (4420) 7588-8400
Alfa Securities (Лондон)	Виктор Иванов
Debt Capital Markets Sales	City Tower, 40 Basinghall Street, London, EC2V 5DE
Адрес	

© **Альфа-Банк, 2006 г. Все права защищены.**

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен для распространения в Российской Федерации ОАО «Альфа-Банк» (далее Альфа-Банк). Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и (или) суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и его дочерние компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, берут на себя валютный риск. Вложения в России сопряжены со значительным риском, и поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной третьей стране. Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах: Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее "Alfa Capital"), являющейся дочерним предприятием Альфа-групп, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица, на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.