

Таблица 1. Финансовые показатели ООО "Кора-ТК", млн руб.

	2005 г.	2006 г.
Активы*	1,162	3,786
Выручка*	2,871	4,108
Чистая прибыль*	56	3,2
Долг*	623	1,887
ЕБИТДА*	117	113
Долг/ЕБИТДА	5.3	16.8
ЕБИТДА/ %платеж	3.49	0.79

*млн руб.

Источник: данные компании, оценка ИФК "Алемар"

- Уже на протяжении последних 5 лет Россия входит в ТОП-5 и в 2006 году, согласно исследованиям консалтинговой компании А.Т. Kearney, заняла 2 место в списке наиболее привлекательных по потенциалу рынков розничной торговли. Средний темп роста доли розничных сетей в РФ за последние 3 года составил 175%.
- В совокупном розничном товарообороте России по итогам 2005 г. Сибирский федеральный округ, доля которого превысила 12% и составила 820 млрд руб., является одним из ключевых. Внутри СФО динамика оборота в секторе только по Кемеровской области по итогам 2006 г. составила 180 млрд руб, что на 23% выше по сравнению с 2005 г.
- ОАО "УК КОРА" - ключевой игрок сетевой розницы Кузбасса. По итогам деятельности в 2006 г., активы компании увеличились в 3.3 раза – до 3.8 млрд руб., а основные средства выросли в 9 раз – до 1 млрд руб. Политика дальнейшей экспансии сохраняется; компания продолжает расширение бизнеса и планирует выйти за рамки Кемеровской области.
- Инвестиционная программа УК КОРА до 2009 г. направлена как на увеличение доли рынка в Кемеровской области, так и на расширение географии продаж в рамках СФО. Невыразительные показатели рентабельности инвестиций по итогам 2006 г. обусловлены активным строительством новых торговых площадей в регионах СФО, что закладывает высокий потенциал для роста операционных показателей в среднесрочной перспективе. При этом один из основных показателей деятельности ритейлера – товарооборот на 1м² торговых площадей составляет \$700, что сравнимо с российскими лидерами сетевой розницы.

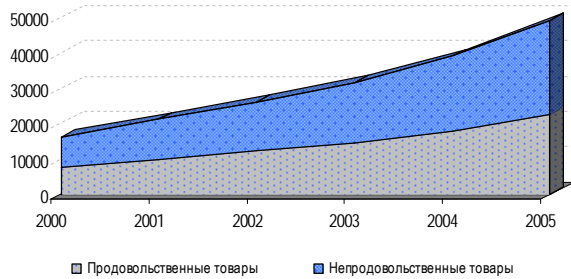
ОАО "УК Кора" является управляющей компанией крупнейшей в Кемеровской области розничной сети, владеет 100% капитала компаний, входящих в группу, куда также входят производственные и девелоперские компании, обеспечивающие деятельность розничного оператора.

Системообразующей компанией группы является ООО "Кора-ТК", доля которой на рынке продуктовой розницы в Кемерово составляет 12.5%, а на рынке Кемеровской области – 5%. Прогнозируется, что по итогам 2006 года присутствие сети в указанных регионах вырастет до 15% и 8% соответственно.

В настоящий момент розничная сеть "Кора" включает в себя 20 магазинов, общая торговая площадь которых составляет более 25 тыс. кв. м. В силу региональной специфики – нехватки пригодных торговых площадей – Кора сама занимается их строительством, что обуславливает высокую долю (86%) торговых площадей, находящихся в собственности.

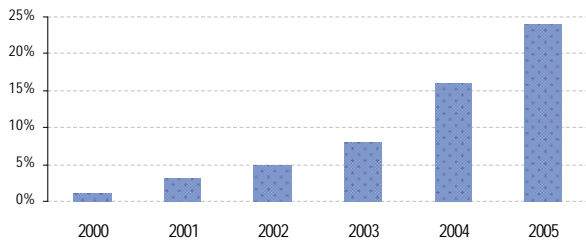
Российский сектор розничной торговли

Оборот розничной торговли РФ на душу населения



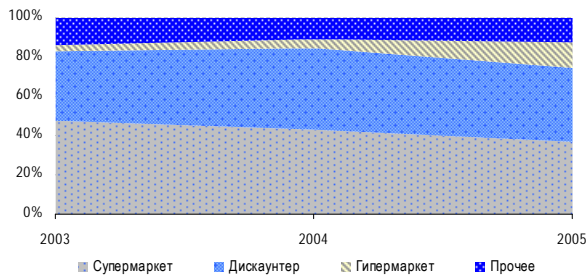
Источник: Госкомстат

Доля розничных сетей в общем товарообороте



Источник: РосБизнесКонсалтинг

Формы розничной торговли торговых сетей в РФ



Источник: РосБизнесКонсалтинг

Текущее состояние сектора розничной торговли РФ является уникальным и в зависимости от конкурентной среды региона характеризуется следующим: в то время как центральные области уже пережили активную стадию развития, становление торговых сетей в других регионах лишь набирает обороты.

Операторы Центрального федерального округа в условиях жесткой конкуренции ведут агрессивную борьбу за клиентов. При этом, в удаленных регионах бизнес розничной торговли растет более равномерно, ограничиваясь лишь сетевым развитием. Компании, работающие в различных регионах, имеют различные условия и цели, что лишь усиливает дисбаланс в выборе путей развития. Экспансия в регионы лидерами розничной торговли, которая уже началась, ведет лишь к ускорению темпов по насыщению регионального рынка. К тому же, практика проникновения в регионы зачастую предполагает поглощение не крупных региональных компаний розничной торговли лидерами отрасли. Все это свидетельствует о сохранении темпов роста рынка ритейла, что делает это направление бизнеса перспективным.

Российский ритейл – высокий потенциал, подтвержденный глобальным индексом розничной торговли (GRDI), в котором Россия в 2006 г. заняла 2 место.

Огромный потенциал роста подтверждает глобальный индекс развития розничной торговли (Global Retail Development Index, GRDI), рассчитываемый консалтинговой компанией A. T. Kearney. В 2006 году согласно GRDI Россия заняла 2 место в списке наиболее привлекательных и потенциальных рынков розничной торговли. Стоит отметить, что Россия на протяжении 5 лет входит в ТОП-5 привлекательных для этого вида бизнеса стран и представляет высокий интерес для глобальных розничных сетей.

Средний темп роста доли розничных сетей за последние 3 года составил 175%.

Российская статистика также говорит в пользу дальнейшего стремительного развития этого рынка. За 2000-2005 гг. годовой оборот розничной торговли в РФ вырос до 7 трлн руб. или на 300%, этот же показатель в пересчете на душу населения вырос до 49 млн руб или на 207%. Доля розничных сетей за этот же период возросла с 1% до 24%.

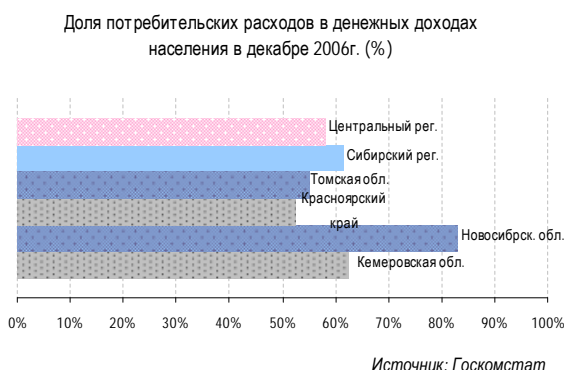
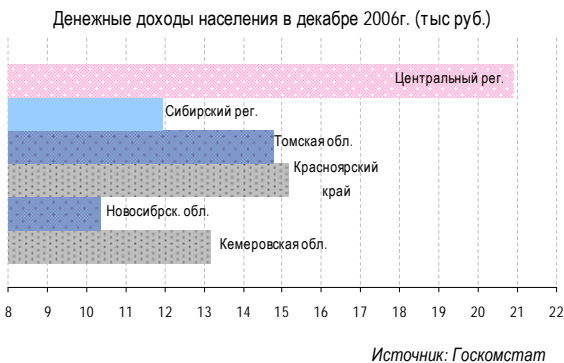
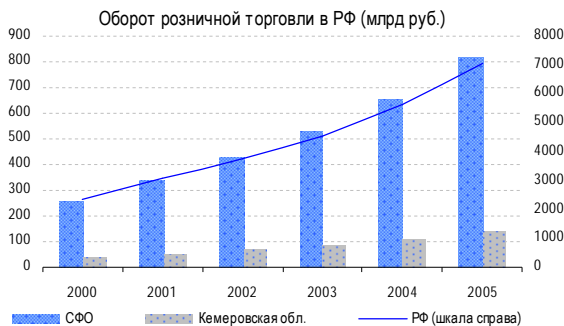
Основной формат торговли (супермаркеты и дискаунтеры) на протяжении 3 лет остается неизменным, в то же время значительно возросла доля гипермаркетов. Подобная динамика объясняется появлением в последние 2-3 года крупных глобальных розничных сетей на российском рынке.

Одной из актуальных проблем российского ритейла является недостаток финансирования. Если раньше компании финансировались за счет собственного капитала и средств учредителей, то по мере роста масштабов бизнеса компании столкнулись со сложностью привлечения капитала в отрасль. Высокий банковский процент по кредитам обусловлен непрозрачностью рынка, поэтому компании вынуждены искать альтернативные источники финансирования, преимущественно текущей деятельности. В 2004-2006 гг. фондовые рынки испытали всплеск размещений ценных бумаг компаний розничной торговли, основная доля из которых пришлось на выпуск облигаций.

Розничная торговля в Сибирском федеральном округе



Источник: ОАО "УК КОРА"



По мере насыщения рынка розничной торговли центральных округов, рынки регионов выглядят наиболее перспективно. Сибирский федеральный округ (СФО) является одним из ключевых потребителей РФ, доля в совокупном розничном товарообороте по итогам 2005 г. превысила 12% или 820 млрд руб. Рынок розничной торговли развивается динамично, за последние 3 года темпы роста товарооборота немного превышают общероссийский показатель.

Доля Сибирского федерального округа в совокупном розничном товарообороте РФ превышает 12%.

Рынок сетевой розницы региона представлен 6 ключевыми операторами. Характерной особенностью является четкая географическая локализация. Так, в каждой области и крае СФО выделяется лишь один лидер, тогда как конкурентная борьба не агрессивна. В планах большинства операторов рынка включена экспансия в соседние области, однако в ближайшем будущем такой сценарий вряд ли будет массовым. Во-первых, комфортное положение лидера в регионе позволяет максимизировать прибыль в щадящих условиях. Другим фактором выступает слабая насыщенность рынков каждой из областей, однако средств на интервенцию в другие регионы пока недостаточно. По мере насыщения рынка, региональным торговым компаниям вряд ли удастся избежать слияний и поглощений. Основная причина и проблема та же, что и у остальных субъектов Федерации – недостаток финансирования. Более крупные по масштабу компании могут привлечь больший объем средств, что приведет к ускорению проникновения на рынок и к улучшению финансовых результатов. Так, уже в августе 2006 г. крупнейший в Новосибирске ритейлер группа "Холидей" поглотила вторую по величине в этом регионе продовольственную сеть "Сибириада".

Уровень доходов населения СФО существенно ниже, чем в Центральном округе. Однако позитивным является факт, что доля потребительских расходов в общих доходах населения превышает аналогичный показатель центральных регионов.

Кемеровская область занимает 1 место среди регионов СФО по обороту розничной торговли. По итогам 2006 г. он составил 180 млрд руб., что на 23% выше, чем в 2005 г.

Кемеровская область является наиболее активным регионом СФО в области потребления и развития розничной торговли. Оборот по итогам 2006 г. составит порядка 180 млрд руб., что на 23% выше, чем в 2005 г. Объем инвестиций в сектор оптовой и розничной торговли в 2006 году увеличился практически вдвое – до 2 млрд руб.

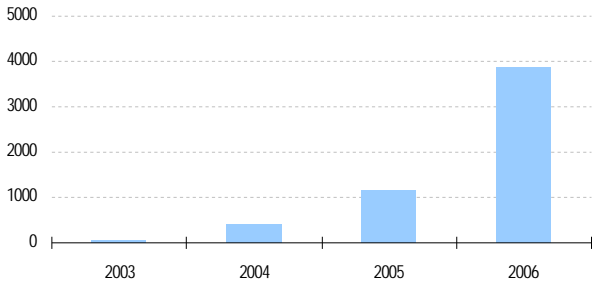
Доля налоговых поступлений от доходов предприятий потребительского рынка составила 10.4% от общей структуры налоговых доходов бюджета.

Феноменально высока доля налоговых поступлений от доходов предприятий потребительского рынка. Она занимает 2 место после отчислений промышленных предприятий и в 2006 г. составила 10.4% от общей структуры налоговых доходов бюджета.

Среди организованных форм торговли в Кемеровской области присутствует 4 основных лидера местной продовольственной розницы: Кора, Чибис, Акваркет и Каравай. Учитывая высокую потребительскую способность региона, конкуренция между основными игроками высока, однако все эти компании работают в рамках области, и лишь некоторые планируют выходить в другие регионы СФО. Положительный эффект от высокой конкуренции – сложность входа на региональный рынок для крупных российских ритейлеров. Крупные розничные сети в текущих условиях ищут незаполненные рынки – они проще в плане построения бизнеса, малой конкуренции и быстрой окупаемости. К тому же, ключевые площадки, как в центре Кемерово, так и в области, уже заняты местными игроками.

КОРА - ключевой игрок сетевой розницы Кузбасса

Динамика активов (млн руб.)



Источник: данные "Кора-ТК"

Компания подвела итоги 2006 г., согласно которым произошли существенные в масштабах компании и в финансовых результатах. Политика по дальнейшей экспансии рынка сохранилась, компания продолжает расширение бизнеса и планирует выйти из рамок Кемеровской области. При наличии 20 функционирующих магазинов в области, планы на 2007 г. предполагают открытие 8 супер- и гипермаркетов в Новосибирске, Прокопьевске, Новокузнецке и Ленинск-Кузнецком.

Согласно отчетности по РСБУ за 2006 г., активы компании выросли в 3.3 раза – до 3.8 млрд руб. Основной вклад в рост активов внесли основные средства, выросшие в 9 раз по сравнению с 2005 г. – до 1 млрд руб.

Вместе с тем, структура основных средств выглядит впечатляющей: 78% составляют объекты недвижимости, 22% приходятся в основном на торговое оборудование. Незавершенное строительство выросло в 2.6 раза до 500 млн руб., при этом основные строящиеся объекты – торговые центры в Новосибирске и Новокузнецке.

С ростом масштабов компании дебиторская задолженность выросла в 4.4 раза – до 1.13 млрд руб., при этом ее структура традиционна для компаний сетевой розницы. Учитывая, что Кора лидирует по ассортименту представленной в магазинах продукции, 98% дебиторской задолженности приходится на поставщиков товаров.

В структуре пассивов основные изменения произошли в росте долгов компании, что логично в условиях массовой стройки новых торговых площадей. Основную долговую нагрузку в долгосрочную задолженность компании внес размещенный летом 2006 г. облигационный заем на сумму 1 млрд руб. Целью данного займа было финансирование инвестиционной программы, предполагающей экспансию в другие регионы.

Уровень краткосрочной задолженности компании вырос менее агрессивно. При росте активов более чем в 3 раза, короткий долг увеличился в 1.7 раза. При этом, в списке основных кредиторов отмечаются сибирские филиалы крупных российских банков.

Валовая прибыль увеличилась в 2 раза, однако за счет пропорционально увеличившихся коммерческих расходов и возросших платежей по обслуживанию долга, чистая прибыль оказалась минимальной: всего 3.2 млн руб.

Финансовые показатели деятельности компании выглядят менее успешными. Несмотря на значительный прирост выручки, ее рентабельность снизилась, что связано с опережающим ростом активов компании. Валовая прибыль увеличилась в 2 раза, однако за счет пропорционально увеличившихся коммерческих расходов и возросших платежей по обслуживанию долга, чистая прибыль оказалась минимальной: всего 3.2 млн руб. Невысокая чистая прибыль характерна для быстроразвивающихся региональных компаний розницы, поскольку основная часть прибыли идет на финансирование инвестиционной программы.

ЕБИТДА по итогам 2006 г. практически не изменилась и составила 112.6 млн руб. Негативным моментом служат превышающие ЕБИТДА процентные платежи. Тем не менее, мы склонны полагать, что по мере реализации инвестпрограммы на текущий год этот показатель вновь превысит 1х.

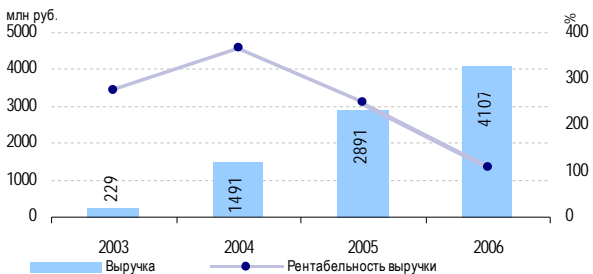
Региональные компании продовольственной розницы, (млн руб.)

	Кора	Алли*	Матрица*	Марта*	Магнит**
Выручка	4,107	5,053	3,732	2,927	67,240
Долг	1,887	3,686	3,738	2,554	3,981
ЕБИТДА	112.6	542	200.6	124	2,554
Долг/ЕБИТДА	16.8	6.8	18.6	18.2	1.55
ЕБИТДА/% платеж	0.79	1.2	1.19	0.4	7.06

*про-форма отчетности по РСБУ (1 полугодие 2006 г.)

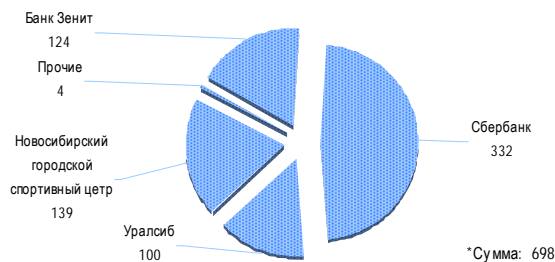
**Справочно, про-форма неконсолидированной отчетности МСФО (1 полугодие 2006 г.)

Динамика выручки.



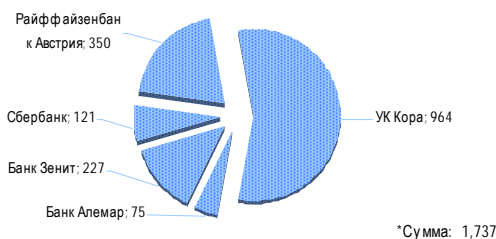
Источник: данные "Кора ТК", расчеты ИФК "Алемар"

Структура краткосрочного долга, млн руб.



Источник: данные "Кора-ТК"

Структура долгосрочного долга, млн руб.



Источник: данные "Кора-ТК"

Инвестиционная программа до 2009 г.

Согласно среднесрочной инвестиционной программе, компания планирует расширить географию присутствия в Сибирском федеральном округе. В 2007-2009 гг. Кора планирует возвести 210 тыс. кв. м. торговых площадей, 46 тыс. из которых будет функционировать уже в 2007 г. Запланированный объем инвестиций до 2009 г. составляет 4.4 млрд руб., при этом на текущий год компания направит 2.4 млрд.

География проектов в рамках СФО включает города: Новосибирск, Барнаул, Томск, Новокузнецк, Прокопьевск, Ленинск-Кузнецкий, Киселевск и другие.



Источник: ОАО "УК КОРА"

Переговоры с группой "Холидей"

В случае достижения договоренностей по слиянию группы "Холидей", купившей в 2006 г. вторую по величине в Новосибирске продовольственную сеть "Сибириада", с крупнейшим оператором сетевой розницы УК КОРА, мы считаем, что должна произойти серьезная переоценка облигаций Кора на кривой доходности.

В случае достижения договоренностей, в СФО появится крупнейший оператор сетевой розницы с товарооборотом, близким к показателю некоторых сетей Центрального региона. По нашим оценкам, совокупный товарооборот составит более 16 млрд руб., что существенно выше чем у сети "Патэрсон" (10.5 млрд руб.).

Дебютный выпуск облигаций группы "Холидей" был размещен с переподпиской 5.04.07 с доходностью к погашению 11.15%. Даже в случае объективной оценки облигаций Холидей на уровне установленной доходности, мы оцениваем, что в случае объединения компаний, снижение доходности УК Кора должно составить как минимум на 200 (!) б.п.

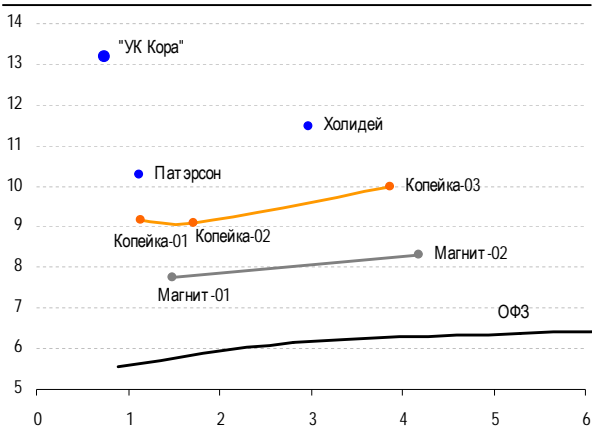
Выводы

Ограниченное присутствие федеральных игроков сетевой розницы на рынке СФО обусловлено высокой конкуренцией между региональными компаниями. В дальнейшем, наращивание доли рынка может происходить по пути поглощения крупными общероссийскими брендами региональных операторов.

УК Кора является представителем региональной быстрорастущей компании сетевой розницы. Невысокие показатели рентабельности в настоящий момент связаны с активным развитием компании и ее высокими капитальными затратами. В то же время, сроки окупаемости капитальных вложений в строительство новых торговых площадей предопределяют среднесрочные ожидания по отдаче на инвестиции.

Несмотря на беспрецедентно высокую доходность к погашению дебютного выпуска облигаций УК Кора на уровне выше 13%, интерес инвесторов к активно развивающемуся региональному ретейлеру и платежеспособному эмитенту пока крайне низок. С учетом небольшого количества новых инвестиционных идей на рынке и приближающейся даты oferty (15 января 2008 г.), облигации УК КОРА являются уникальным среднесрочным высокодоходным и надежным инструментом для портфельных инвесторов.

Доходность по выпуску УК Кора



Источник: Bloomberg

Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Парсон
Управляющий директор Департамент ценных бумаг	Александр Овчинников

Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин
Нефть и Газ / Нефтехимия Аналитик	Анна Помаскина
Энергетика	Василий Конузин
Телекоммуникации Аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение Аналитик	Вадим Смирнов
Металлургия / Потребсектор Аналитик	Григорий Савва
Долговые рынки Аналитик	Владимир Евстифеев

Отдел подготовки аналитических материалов

Редактор	Екатерина Стручкова
----------	---------------------

Контактная информация

Телефон	7 (495) 411 66 55
Факс	7 (495) 733 96 82
Интернет	http://www.alemar.ru
Аналитическое управление	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 131)
E-mail	research@alemar.ru
Операции с акциями	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 108)
E-mail	salesdesk@alemar.ru
Трейдера	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 108)
E-mail	tradingdesk@alemar.ru
Деривативы	
Телефон	(495) 411 66 55 (вн. 110)
E-mail	derivatives@alemar.ru
Офис в Новосибирске	
Телефон	(383) 227 65 66
Факс	(383) 349 51 81
Офис в Красноярске	
Телефон	(391) 266 14 68
Факс	(391) 266 14 68

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»

04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,
04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,
04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,
04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,

ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655
Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.21/33,
E-mail: research@alemar.ru
<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: «Интерфакс», РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Bloomberg, BondsFINAM, компаний FXClub, FOREX times.

© 2003-2007 ИФК «Алемар». Все права защищены.

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. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».