

Аналитики: Мария Радченко, e-mail: Maria.Radchenko@mdmbank.com

Л'Этуаль (NR): улучшение кредитного профиля

В данном обзоре нашли отражение изменения, произошедшие с компанией Л'Этуаль с момента размещения облигационного займа в декабре 2006 г. На наш взгляд, большинство этих изменений позитивны с точки зрения возможного влияния на кредитное качество группы. Мы отметили следующие достижения компании:

- Высокие темпы развития**, способствующие росту выручки и рентабельности, а также усилению рыночных позиций. По количеству магазинов (335 на 31 марта 2007 г.) и объему выручки (293.2 млн. евро за 2006-й финансовый год*) Л'Этуаль по-прежнему лидирует среди российских парфюмерно-косметических сетей. Усиление переговорной позиции, а также развитие собственного логистического дивизиона и более низкие арендные ставки в регионах, где открываются новые магазины, способствуют росту операционной рентабельности.
- Умеренная долговая нагрузка** несмотря на высокие темпы роста. Показатели «Долг/ЕБИТДА» и «Долг/Собственный капитал» по состоянию на 31 марта 2007 г. составили 1.5 и 0.9 соответственно. Удержать долговую нагрузку на таких уровнях, несмотря на стремительную экспансию, помогли такие факторы, как взнос в капитал от основного акционера (1 млрд. руб.), высокая рентабельность деятельности, а также развитие сети в основном на арендуемых площадях. Насколько мы понимаем, менеджмент Л'Этуаль учитывает высокую вероятность предъявления облигаций к оферте в связи с кризисом ликвидности и не видит сложностей с рефинансированием выпуска. Помимо невысокой долговой нагрузки, дополнительными комфортными факторами мы считаем поддержку акционера, а также то, что оферта приходится на «высокий сезон», когда компания зарабатывает основную прибыль.
- Рост прозрачности.** В 2006 г. Л'Этуаль провела реорганизацию группы, результатом чего стало создание холдинга с выделением материнской компании и ликвидацией «промежуточных» юридических лиц, что снизило структурные риски. В настоящее время ООО «Алькор и Ко» (эмитент облигаций) является центром консолидации направления розничной торговли. До конца 2007 г. ожидается публикация аудированной отчетности по МСФО за 2006 г. розничного дивизиона группы.

*Финансовый год у Л'Этуаль заканчивается 31 марта, что позволяет учитывать пик новогодних продаж в рамках отчетного периода.

Основные финансовые показатели, млн. евро.

	2005*	2006*	2007* (прогноз)
Выручка	169.2	293.2	511.3
Валовая прибыль	87.2	146.6	250.5
ЕБИТДА	27.7	50.8	96.0
Чистый финансовый долг	28.6	77.0	140.0
Капитал	36.7	83.1	150.0

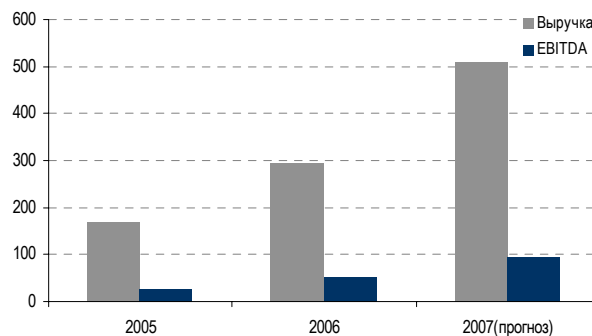
Источник: данные компании

Основные коэффициенты

	2005*	2006*	2007* (прогноз)
Рентабельность ЕБИТДА	16.4%	17.3%	18.8%
Валовая рентабельность	51.5	50.0	49.0
Долг / ЕБИТДА	1.0	1.5	1.46
Долг / Капитал	0.78	0.93	0.93

Источник: данные компании

Рост основных показателей, (выручка, ЕБИТДА) млн. евро



Источник: данные компании

Аналитики

Мария Радченко
Maria.Radchenko@mdmbank.com

+7(495) 795-2521
доб.2444

Результаты 2006 г.: высокие темпы роста, повышение эффективности

На сегодняшний день Л'Этуаль сохраняет ведущие позиции на российском рынке парфюмерно-косметической розницы, опережая конкурентов как по числу магазинов, так и по объему выручки.

Таблица 1. Операционные показатели крупнейших российских парфюмерно-косметических сетей, 2006 г.*

	Л'Этуаль	Единая Европа Холдинг	Арбат Престиж
Количество магазинов	335	73 (на 1 июня 2007)	57
Выручка (млрд. рублей)	10.1	8.3	9.4
Темпы роста продаж (к 2005 г.)	+73.3%	+37.5%	+70.0%
ЕБИТДА рентабельность	17.3%	11.3%	9.4%

Источник: данные компаний, оценка МДМ-Банка

*Данные могут быть не вполне сопоставимы с учетом того, что финансовый год у Л'Этуаль заканчивается 31 марта, в то время как у компаний Арбат Престиж и Единая Европа – 31 декабря.

В настоящий момент сеть состоит из 420 магазинов. Компания ведет политику агрессивного расширения сети, свидетельством чего служит более чем 50%-й рост числа магазинов в 2006 финансовом году по сравнению с 2005 г.

Л'Этуаль реализует стратегию роста путем максимального расширения географии присутствия, учитывая ограниченные возможности расширения бизнеса на рынке Москвы и МО, на который, тем не менее, приходится порядка половины от общего объема продаж сети. Компания ориентируется в том числе и на города с невысокой численностью населения (100-200 тыс. чел.), но высоким уровнем доходов. В 2006 г. Л'Этуаль открыла 116 магазинов (+53%), выручка за 2006 финансовый год составила 293.2 млн. евро (+73%).

В 2007 финансовом году запланировано открытие 180 магазинов; из них на сегодняшний день открыто уже 97. Отметим, что увеличение продаж Л'Этуаль сопровождается и ростом эффективности работы. Расширение масштабов деятельности дает возможность добиваться более выгодных условий от поставщиков, а наличие собственной логистики и более низкие арендные ставки в регионах, где преимущественно идет развитие сети, позволяют улучшить показатели рентабельности.

По итогам 2006 г., рентабельность по ЕБИТДА выросла на 1.9 п.п. до 17.3%, при этом стоит отметить, что из-за незначительной доли недвижимости в собственности, удельный вес амортизации в структуре ЕБИТДА не высок.

Таблица 2. Фактические и прогнозируемые показатели Л'Этуаль

Млн. евро	2005 г.	2006 г.	2007 г. Прогноз МДМ-Банка
Количество новых магазинов	60	116	180
Общее количество магазинов	219	335	515
Выручка	169.2	293.2	511.3
ЕБИТДА	27.7	50.8	96
Капвложения	18.4	26.5	45
Операционный денежный поток	18.0	(5.5)	40
Увеличение акционерного капитала	0	28.8	30
Увеличение (уменьшение) долга	8.3	48.4	63
Объем долга на конец периода	28.6	77	140
ЕБИТДА рентабельность	16.4%	17.3%	18.8%
Долг/ЕБИТДА (x)	1.0	1.5	1.46
Долг/Капитал	0.8	0.93	0.93

Источник: управленческая отчетность компании, оценка МДМ-Банка

Умеренная долговая нагрузка при высоких темпах развития

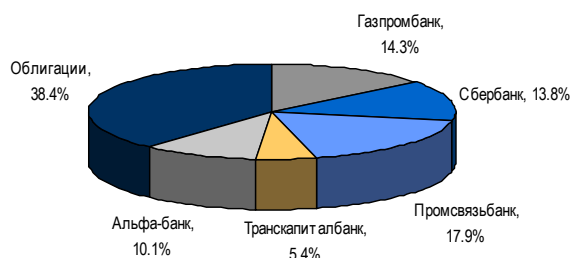
Долговая нагрузка остается умеренной несмотря на высокие темпы роста. Показатели «Долг/ЕБИТДА» и «Долг/Собственный капитал» по состоянию на 31 марта 2007 г. составили 1.5x и 0.9x, соответственно. Удержать долговую нагрузку на этих уровнях, несмотря на стремительную экспансию, помогли такие факторы, как взнос в капитал от основного акционера, высокая рентабельность, а также развитие сети в основном на арендуемых площадях.

В 2006 г. была закрыта сделка по продаже группе Протек сети аптек «ОЗ», принадлежавшей основному акционеру Л'Этуаль г-ну Климову, по итогам которой в акционерный капитал ООО «Алькор и Ко» был осуществлен взнос в размере 1 млрд. рублей. Мы оцениваем этот факт положительно с точки зрения повышения капитализации компании, а также рассматриваем его как иллюстрацию поддержки бизнеса со стороны основного акционера. На конец 2006 г. соотношение «Долг/Капитал» составило 0.9х, что является хорошим значением для отрасли. Насколько мы поняли из общения с менеджментом компании, по итогам 2007 финансового года можно ожидать дополнительного увеличения уставного капитала на сумму порядка 30 млн. евро. Мы позитивно оцениваем тот факт, что Л'Этуаль планирует финансировать расширение сети не только за счет привлечения долга, но и из собственных средств, поддерживая приемлемое соотношение заемного и собственного капитала.

С учетом того, что развитие сети идет на арендованных площадях, инвестиции в открытие новых магазинов невелики. Заемные средства привлекаются прежде всего на финансирование оборотного капитала. Специфика деятельности торговой сети обуславливает постоянную потребность в оборотном капитале для поддержания ассортимента. Кроме того, при открытии новых магазинов требуются дополнительные вложения в товарные запасы. Длительная оборачиваемость склада, превышающая сроки кредитов, предоставляемых поставщиками товаров, увеличивает потребность в долговом финансировании пропорционально росту продаж.

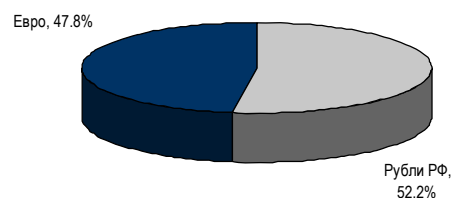
По итогам 2006 г. объем долга компании составил порядка 77 млн. евро, при этом уровень долговой нагрузки 1.5х в терминах «Долг/ЕБИТДА» мы расцениваем как приемлемый. По итогам 2007 г. Л'Этуаль планирует увеличить сумму заемных средств до 140 млн. евро (без учета погашения облигационного займа во время оферты). Мы ожидаем, что с учетом расширения масштабов бизнеса и повышения рентабельности, рост объема долга не приведет к увеличению долговой нагрузки. На 30 августа 2007 г. сумма задолженности компании составляла порядка 111.6 млн. евро (с учетом облигационного займа в размере 1.5 млрд. руб.). Сумма свободных банковских лимитов составляет 20 млн. евро.

Основные кредиторы на 30 августа 2007 г.



Источник: данные компании

Валютная структура кредитного портфеля



Источник: данные компании

Основная часть кредитного портфеля (без учета облигационного займа) представляет собой краткосрочные кредиты на пополнение оборотного капитала, в т.ч. формирование запасов новых магазинов и предоплату за аренду новых помещений. Потребность в средствах для финансирования оборотного капитала увеличивается с ростом масштабов деятельности. Мы отмечаем существенную зависимость компании от долгового финансирования, а также возникающий в связи с короткой структурой долга риск рефинансирования.

В качестве смягчающих факторов можно отметить приемлемый уровень долговой нагрузки и долгосрочный характер взаимоотношений Группы с основными кредиторами. Дополнительным преимуществом стала отмена в 2006 г. лицензирования (до 2006 г. для торговли парфюмерией требовалась лицензия), т.к. это не только упростило сам процесс торговой деятельности, но и сделало более доступным кредитование под залог товаров в обороте.

За пять месяцев текущего финансового года группа инвестировала около 15 млн. евро в приобретение собственной недвижимости. Ожидается, что по итогам 2007 г. инвестиции в развитие сети (в т.ч. с учетом покупки недвижимости) составят порядка 45 млн. евро.

Порядка 60% новых магазинов компания открывает во второй половине финансового года, на который приходится пик продаж; при этом требуется около 9 месяцев, чтобы магазин вышел на самоокупаемость. Соответственно на конец 2006 финансового года сеть состояла из большого числа «свежих» магазинов, формирующих отрицательный денежный поток.

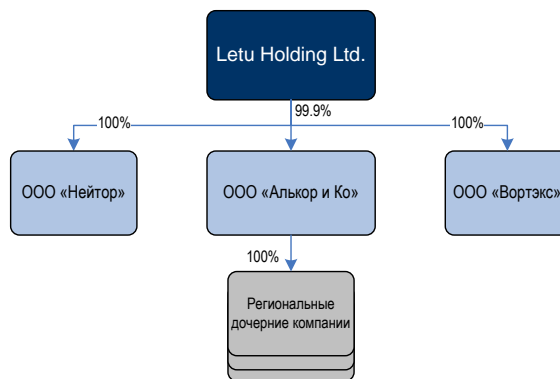
По итогам 2007 г. мы ожидаем увидеть положительный вклад магазинов, открытых во второй половине 2006 г., что в сочетании с высоким ростом масштабов бизнеса в 2007 г. и принятием мер по улучшению эффективности управления оборотным капиталом должно обеспечить рост операционного потока до 40 млн. евро.

Насколько мы понимаем, менеджмент Л'Этуаль учитывает высокую вероятность предъявления облигаций к оферте в связи с кризисом ликвидности и не видит сложностей с рефинансированием выпуска. Помимо невысокой долговой нагрузки, дополнительными комфортными факторами мы считаем поддержку акционера, а также то, что оферта приходится на «высокий сезон», когда компания зарабатывает основную прибыль.

Повышение прозрачности – важный шаг к улучшению кредитного профиля

В 2006 – 2007 гг. группа провела реструктуризацию, итогом которой стала ликвидация «промежуточных» юридических лиц с выделением холдинговой компании Letu Holding Ltd (см. диаграмму). ООО «Алькор и Ко» (эмитент облигаций) стало центром консолидации розничного блока, объединяющим порядка 52 региональных торговых компаний. ООО «Нейтор» является держателем контрактов со всеми основными поставщиками и, в свою очередь, выступает основным поставщиком для компании розничного блока сети Л'Этуаль. Т.к. консолидированная управленческая отчетность «очищена» от внутригрупповых операций, выручка ООО «Нейтор» не оказывает влияние на финансовый результат группы. По итогам реструктуризации в группу включено ООО «Вортэкс» (балансодержатель складского комплекса и поручитель по выпуску облигаций).

Структура группы Л'Этуаль



Источник: данные компании

Компания практически завершила подготовку консолидированной аудированной отчетности по МСФО за 2006 г. и планирует опубликовать ее до конца этого года. Составление и публикация аудированной отчетности группы по МСФО существенно повысит качество предоставляемой финансовой информации, что должно оказать позитивное влияние на кредитный профиль компании.

В то же время, можно отметить приемлемое отражение управленческих результатов в отчетности по РСБУ: на долю ООО «Алькор и Ко» (эмитент облигаций) приходится более половины выручки группы, а также порядка 40% капитала. Заемщиками по банковским кредитам группы выступают в основном ООО «Алькор и Ко» и ООО «Нейтор».



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный блок
Котельническая наб.,
33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Департамента торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян

Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Дмитрий Омельченко	+7 495 363 55 84
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Коррадо Таведжиа	+7 495 787 94 52
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44

Отдел торговли долговыми инструментами

Николай Панюков	Nicolay.Panyukov@mdmbank.com
Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Алексей Базаров	Alexei.Bazarov@mdmbank.com
Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Денис Воднев	Denis.Vodnev@mdmbank.com	Дмитрий Смелов	Dmitry.Smelov@mdmbank.com
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com

Телекомы

Екатерина Генералова	Ekaterina.Generalova@mdmbank.com
----------------------	----------------------------------

Электроэнергетика

Джордж Лилис	George.Lilis@mdmbank.com
Владислав Нигматуллин	Vladislav.Nigmatullin@mdmbank.com

Редакторы

Андрей Гончаров	Andrey.Goncharov@mdmbank.com
Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com
Эндрю Муллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
Александр Бесков	Alexander.Beskov@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.

© 2007, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается 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, публицизировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.