

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Сетевая розница – аппетиты растут

Денег много не бывает... а долга?..

- Сохранение высоких темпов роста розничного оборота требует все больших инвестиций в экспансию сетей, вынуждая крупнейших ритейлеров привлекать долговое финансирование, а также задумываться о возможности привлечения дополнительного акционерного капитала.
- Практически все крупнейшие игроки заявили о намерении развивать новые форматы, а также продолжать региональную экспансию и, как следствие, об увеличении инвестиционных программ на текущий год. Хотя собственные возможности финансирования у некоторых из них и являются весьма внушительными, тем не менее, принимая во внимание запланированные масштабы развития сетей, они явно недостаточны. Так, только шесть крупнейших розничных продуктовых операторов (**Х5, Седьмой Континент, Магнит, Копейка, Дикси и Виктория**) в совокупности планируют привлечь на долговом рынке в текущем году **46.5 млрд. руб.** (\$1.75 млрд.).
- В настоящем исследовании мы проводим краткий анализ этих эмитентов и пытаемся оценить, насколько изменится их кредитное качество после размещения запланированных займов.

Основные параметры обращающихся выпусков

Облигации	Объем займа, млн. руб.	Дюрация, дней	Текущая доходность, %	Текущий спред, б.п.	Предстоящий заем, млн. руб.
Пятерочка	1500	1011,5	8,51	245	25000
Пятерочка-2	3000	1202,7	8,55	235	
Магнит	2000	603,5	8,10	240	5000
7 Континент	-	-	-	-	7000
Виктория	1500	668,9	10,80	500	1500
Копейка-1	1200	466,8	9,38	370	4000
Копейка-2	4000	674,4	9,51	370	
Дикси	3000	1225,9	11,56	535	4000

Оценочные показатели и коэффициенты на 2006Г и 2007Г

	Выручка		ЕБИТДА %		Долг/ЕБИТДА	
	2006О	2007Г	2006Г	2007Г	2006Г	2007Г
Х5	3515	4875	8,1%	8,6%	3,8	3,4
Магнит	2505	3507	4,4%	5,3%	1,4	2,7
7 Континент	973	1343	11,1%	12,5%	0,8	1,6
Виктория	805	1168	6,0%	6,0%	2,8	3,2
Копейка	980	1470	4,3%	4,5%	5,9	5,3
Дикси	1086	1629	4,1%	5,4%	5,6	3,6

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru
(495) 937 0737 доб. 2331

www.zenit.ru

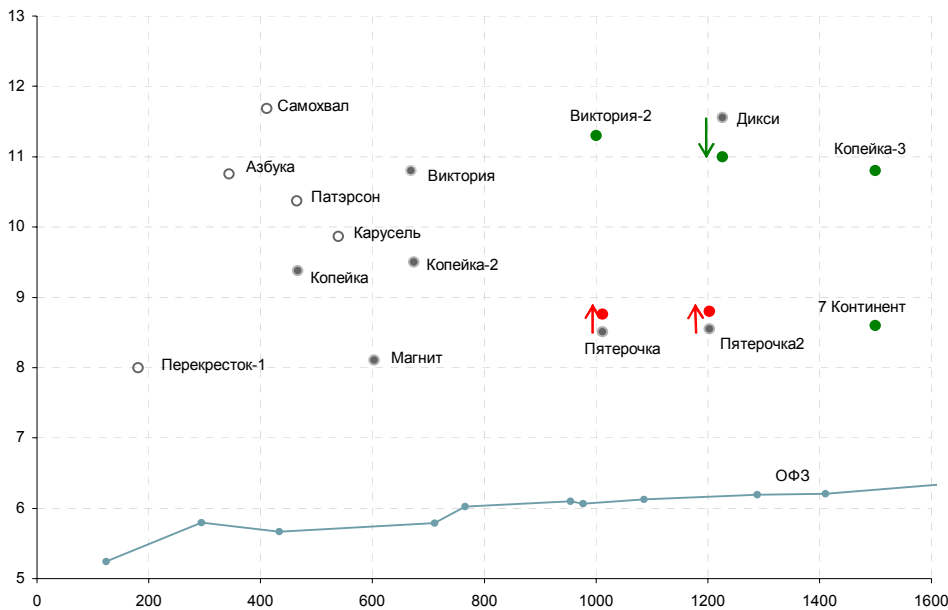
Источник: предварительные данные компаний, оценка Банка Зенит

- На основе проведенного анализа мы можем заключить, что после размещения запланированных займов **Магнит**, **Седьмой Континент** и **Виктория** смогут сохранить наиболее привлекательное кредитное качество, хотя в отношении последней необходимо сделать оговорку касательно отсутствия аудированной отчетности по МСФО. Качество покрытия долга за счет EBITDA у этих компаний, хотя и снизится по результатам текущего года по сравнению с 2006 г., тем не менее, останется в приемлемом диапазоне. **Мы считаем ориентир организаторов по новому выпуску Виктории (купон 11%) интересным для покупки и рекомендуем участвовать в аукционе.**

- Что касается **X5**, то мы считаем, что финансовая политика компании весьма агрессивна, и многое будет зависеть от ее способности генерировать высокие денежные потоки в текущем году, для направления их на реализацию масштабных планов. Мы даем достаточно оптимистичную оценку долгового покрытия в 2007 г. (Долг/EBITDA 3.4), делая предположение, что помимо трех планируемых займов компания не будет привлекать никаких заемных средств.

- **Копейка** и **Дикси** являются наиболее обремененными долгами компаниями с наиболее низкой рентабельностью. В текущих, достаточно узких, на наш взгляд, спредах Копейки учтено наличие сильного акционера, а также потенциальная продажа компании стратегическому инвестору в ближайшей перспективе. Драйвером снижения доходности по первому выпуску Дикси может стать проведение IPO и соответствующее повышение прозрачности, а также рефинансирование текущей задолженности за счет привлеченного капитала. **Мы по-прежнему считаем, что доходность первого выпуска Дикси на уровне 11.56% завышена и видим потенциал сужения спреда на 50 б.п., что соответствует доходности 11%.**

Кривая доходности розничных сетей, 09.02.07.



- Мы полагаем, что на фоне значительного увеличения предложения бумаг ритейлеров на долгом рынке инвесторы будут избирательно подходить к вложению средств и покупать облигации компаний с наиболее высокими фундаментальными показателями и кредитным качеством. С другой стороны, избыток предложения бумаг розничных сетей на рынке может вынудить компании предлагать инвестиционному сообществу хорошую премию к доходности, которая вкупе с неплохим кредитным качеством и перспективами эмитента, может сделать выпуск достаточно интересным для покупки.

Немного о рынке...

Хотя органичный рост еще полностью не исчерпан, но, тем не менее, уже не может удовлетворить аппетиты лидеров в сегменте продуктового ритейла, в текущем году следует ожидать дальнейшей рыночной консолидации и увеличения доли основных игроков на фоне региональной экспансии, а также развития мультиформатности, что позволит ритейлерам диверсифицировать и значительно увеличить выручку.

- Что касается рыночной консолидации, то, по мнению экспертов, она будет проходить в основном за счет скупки небольших региональных сетей крупными федеральными игроками, а также в результате слияния средних компаний. Кроме того, весьма вероятен приход на рынок мировых ритейлеров (Wal-Mart, Carrefour и др.), которые, как ожидается, также будут входить на российский рынок через приобретение сетей, как средних, так, возможно, и крупных.

- Вторая тенденция текущего года – развитие мультиформатности. Если раньше, большинство розничных сетей предпочитало работать в одном торговом формате, то уже в прошлом году эта ситуация кардинально изменилась и практически все крупные игроки либо уже отказались от моноформатной структуры, либо заявили о своем намерении развивать несколько форматов. Учитывая, что лейб-мотивом развития розничного рынка в ближайшей перспективе станет агрессивная региональная экспансия, то развиваться будут форматы, наиболее востребованные именно на региональных и локальных рынках. Наиболее перспективным форматом на ближайшую перспективу считается «гипермаркет». Во-первых, развитие этого торгового формата позволяет не только быстро нарастить совокупный оборот сети, но и обеспечить неплохую рентабельность, в частности, за счет эффекта масштаба. Во-вторых, он особенно востребован в регионах, учитывая относительную экономичность и низкую степень присутствия на региональных рынках.

Обе рыночные тенденции, и сделки M&A и «ориентация на гипермаркет», напрямую связаны с ростом инвестиций, а, соответственно, и долга, о чем и пойдет речь...

... в текущем году следует ожидать дальнейшей рыночной консолидации... а также развития мультиформатности сетей...

...рыночная консолидация будет проходить за счет скупки небольших региональных сетей крупными федеральными игроками, а также в результате слияния средних компаний.

...лейб-мотивом развития розничного рынка в текущем году – региональная экспансия через гипермаркеты....

X5

Из указанной суммы в 46.5 млрд. руб. планируемых крупнейшими розничными сетями размещений на X5 придется больше 50% - компанией было принято решение о привлечении рекордной для рынка суммы долгового финансирования в 25 млрд. руб. (\$942 млн.). Данная сумма будет привлечена тремя траншами - первый на 9 млрд., и два – по 8 млрд. руб., с погашением через семь лет. Первый транш планируется разместить в марте и направить на рефинансирование текущей задолженности, которая, по оценкам компании, составляет около \$300 млн. Средства, полученные от размещения оставшихся двух выпусков, будут направлены на частичное рефинансирование синдицированного кредита и развитие сети. Таким образом, в совокупности на рефинансирование долгового портфеля будет направлено до 2/3 привлеченных средств.

Ранее мы давали комментарий, в котором допускали возможность нарушения ковенанты по синдицированному кредиту (предусматривающей соотношение Долг/ЕБИТДА не выше 4.0) в случае, если компания направит два последних транша на инвестиции без частичного погашения синдицированного кредита. Тем не менее, после получения более подробных комментариев от представителя X5 относительно целей заимствований и с учетом более высокого показателя ЕБИТДА на 2006 г. в \$286 млн. (ранее мы исходили из \$262 млн.) мы пересматриваем нашу предыдущую оценку долговой нагрузки.

В итоге, по результатам 2006 г. покрытие долга за счет ЕБИТДА мы оцениваем в 3.8. Учитывая запланированные на текущий год инвестиции в размере до \$700 млн., часть которых будет покрыта операционными денежными потоками (наша оценка ОCF - порядка \$400 млн. в 2007 г.), кредитное плечо X5 в рамках данного весьма оптимистичного сценария увеличится, как минимум, до \$1.5 млрд. Допуская 45-50% рост ЕБИТДА в 2007 г., покрытие долга составит **3.4**. Здесь следует обратить особое внимание, что данная оптимистичная оценка подразумевает не только повышение рентабельности ЕБИТДА, но и то, что около 60% инвестиционных потребностей придется на собственные денежные потоки. В случае же, если генерируемые операционные потоки окажутся менее существенными, то компании придется привлечь дополнительное финансирование для покрытия запланированных инвестиций, что повлияет на снижение качества долгового покрытия.

Мы, по-прежнему, придерживаемся точки зрения, что X5 проводит рискованную и финансово-агрессивную стратегию развития. Весьма приемлемое соотношение Долг/ЕБИТДА в 3.4. может оказаться значительно хуже, если компания не сможет обеспечить высоких собственных денежных потоков, чтобы направить их на инвестиции. Инвестиционные планы компании на текущий год являются достаточно грандиозными и подразумевают начало развития сети гипермаркетов «Перекресток», выкуп наиболее рентабельных франчайзинговых сетей, а также по-прежнему рассматриваются различные возможности приобретения сетей на столичном и региональных рынках. В этой связи следует вспомнить, что в текущем году на продажу может быть выставлена сеть «Копейка», наиболее вероятным потенциальным покупателем которой считается X5.

Не следует забывать, что в 2008 г. компании понадобятся новые деньги для реализации опциона по выкупу сети гипермаркетов «Карусель», которая растет весьма агрессивными темпами, планируя увеличение выручки до \$1.6 млрд. к 2008 г., что, несомненно, скажется на стоимости опциона. Тем не менее, по информации компании, вопрос относительно исполнения опциона будет решаться в конце года, и в случае положительного решения сделка может быть профинансирована за счет привлечения акционерного капитала.

В ближайшее время компания планирует провести презентацию касательно планов на 2007 г., по результатам которой мы сможем с большей степенью уверенности оценить перспективы текущего года. Пока же, в среднесрочной перспективе мы не исключаем возможности расширения спрэдов по выпускам компании, учитывая, высокую текущую и прогнозную долговую нагрузку, а также потенциальный риск увеличения инвестиционных потребностей в 2007 г. На текущий момент спред Пятерочка-2 составляет 230-235 б.п., что отчасти было вызвано ростом доходности после озвученных планов по привлечению новых займов, и отчасти недавним снижением доходности среднесрочных ОФЗ. Мы полагаем, что справедливый уровень спреда для компании составляет порядка 230-250 б.п.

...кредитное плечо X5 в рамках весьма оптимистичного сценария, по нашим оценкам, увеличится, как минимум, до \$1.5 млрд... а покрытие долга в данном случае составит 3.4.

... X5 проводит рискованную стратегию развития, и приемлемое долговое покрытие может ухудшиться, если компания не сможет обеспечить высоких собственных денежных потоков, чтобы направить их на инвестиции.

...в среднесрочной перспективе мы не исключаем возможности расширения спрэдов по выпускам компании... справедливый уровень спреда оценивается нами в диапазоне 230-250 б.п.

Седьмой Континент

На втором месте по объему привлекаемого в текущем году долгового финансирования среди крупнейших ритейлеров стоит сеть супермаркетов «Седьмой Континент». Компания приняла решение о размещении облигаций на 7 млрд. руб. с погашением через пять лет. Весь объем привлеченных средств планируется направить на инвестпрограмму, предусматривающую инвестиции в размере около \$300 млн. в текущем году.

До недавнего времени Седьмой Континент был практически единственным розничным оператором, финансировавшим инвестиционные потребности преимущественно за счет собственных потоков. Первый выпуск облигаций на сумму 300 млн. руб., размещенный в 2002 г., был полностью погашен в 2004 г. После этого в 2005 г. компания разместила CLN на сумму \$90 млн. под ставку 7.25%, которые погашаются в начале октября текущего года.

По результатам первого полугодия выручка компании составила \$452 млн. (+37% по сравнению с уровнем аналогичного периода 2005 г.), а рентабельность EBITDA – 11.5% по сравнению с 9.7% годом ранее. Покрытие долга за счет EBITDA составило менее 1.0., что представляло один из наиболее качественных коэффициентов среди ритейлеров. По сообщению компании, ее торговый оборот составил в 2006 г. порядка \$1.1млрд., что, по нашим расчетам, соответствует 37% росту чистой выручки до \$973 млн. Мы не думаем, что по результатам прошлого года покрытие долга за счет EBITDA существенно изменится в ту или иную сторону.

Привлеченные в текущем году 7 млрд. руб. (\$265 млн.) будут в полном объеме направлены на инвестиции в развитие сети (\$300 млн.), при этом оставшаяся часть инвестиционных потребностей будет покрыта за счет собственных денежных потоков. По нашим прогнозам по итогам 2007 г. выручка компании превысит \$1.3 млрд., и, при условии дальнейшего роста рентабельности (до 12.5%), покрытие долга за счет EBITDA составит **1.6**.

До недавнего времени Седьмой Континент предпочитал работать исключительно на столичном рынке в дорогом формате «супермаркет». Однако общерыночные тенденции не обошли компанию стороной, и она приступила к развитию формата «гипермаркет»: по состоянию на 30 сентября 2006г. сеть объединяет 116 супермаркетов и четыре гипермаркета, включая три гипермаркета под брэндом "Наш" и один гипермаркет под брэндом "Простор" в Минске. Согласно заявленным планам, Седьмой Континент намерен ежегодно открывать по 25 магазинов, и по существующей информации в настоящее время на этапе строительства находится десять гипермаркетов в различных регионах России.

Седьмой Континент выгодно отличается от прочих крупных ритейлеров как с точки зрения низкой долговой нагрузки, так и самой высокой рентабельности (11.5% по EBITDA за 1 полугодие 2006 г.). Компания первая из розничных сетей разместила акции на публичном рынке и начала публиковать отчетность по международным стандартам. Мы полагаем, что спрэд по облигациям Седьмого Континента не должен превышать 200-210 б.п. Именно с таким спрэдом торговался второй выпуск Пятерочки (также размещенный на пять лет) до появления информации о привлечении 25 млрд. руб. На наш взгляд, облигации Седьмого Континента должны размещаться со спрэдом не шире указанного диапазона в связи с тем, что хотя компания и уступает X5 по масштабу бизнеса, но тем не менее более привлекательна с точки зрения кредитного качества. Таким образом, мы оцениваем доходность по выпуску Седьмого Континента в пределах 8.5-8.7%.

Седьмой Континент был практически единственным розничным оператором, финансировавшим инвестиционные потребности преимущественно за счет собственных потоков.

...по результатам прошлого года мы оцениваем покрытие долга за счет EBITDA на уровне не менее 1.0., по результатам 2007 г – 1.6.

...облигации Седьмого Континента должны размещаться со спрэдом не шире 200-210 б.п....мы оцениваем доходность по выпуску в пределах 8.5-8.7%

Магнит

Магнит не остался в стороне и также планирует разместить второй выпуск облигаций на 5 млрд. руб. (\$190 млн.), направив вырученные от размещения средства на развитие. Увеличение кредитного плеча напрямую связано с озвученными планами компании по увеличению капитальных затрат в 2007 г. с изначально планируемых \$300-350 млн. до \$400-500 млн. Увеличение инвестиционной программы объясняется рядом причин. Во-первых, компания планирует направить до \$250-300 млн. на строительство гипермаркетов: в текущем году планируется открытие 10 - 17 гипермаркетов. Во-вторых, в связи с ростом расходов на аренду торговых площадей, компания намерена довести долю недвижимости в собственности с 13% в 2006 г. до 25-30% к концу 2007 г., направив на покупку площадей до \$150-200 млн. Это решение принято на фоне постоянного роста арендных расходов: договора краткосрочной аренды, заключаемые на три года и менее, составляют 60% в совокупном портфеле компании, что обуславливает существенный риск пересмотра арендных ставок в сторону повышения. И, в-третьих, запланированы инвестиции в размере \$25-30 млн. в создание логистических центров и \$15 млн. – в закупку новых транспортных средств.

Исходя из размера чистого долга компании за девять месяцев текущего года в \$140 млн. и с учетом того, что полный объем привлеченных средств будет направлен на развитие компании, мы прогнозируем соотношение Долг/ЕБИТДА не выше 2.7 в 2007 г. (по сравнению с 1.4. в 2006 П), что вполне приемлемо для компании, занимающей третье место по обороту среди розничных сетей (после Х5 и МЕТРО). На основе предварительных неаудированных результатов в 2006 г. выручка компании выросла на 53% до \$2505 млн. На 2007 г. и последующие годы консервативный прогноз Магнита по росту выручки составляет 18-20%, что позволяет нам оценить продажи в 2007 г., как минимум, в \$3 млрд. Тем не менее, мы исходим из более высоких темпов роста продаж в 2007 г. на уровне 40% (среднерыночный прогноз по ритейлерам) и оцениваем выручку в размере \$3.5 млрд.

По оценке менеджмента, в среднем гипермаркет выходит на запланированный уровень продаж и рентабельность ЕБИТДА на уровне 6% через девять-десять месяцев после открытия. Таким образом, существенный вклад гипермаркетов в объем продаж и рентабельность проявится в полной мере не ранее 2008 г. Тем не менее, выкуп значительной доли площадей в собственность и, как следствие, сокращение арендных расходов могут повлечь рост рентабельности в 2007 г. (наша оценка 5.3%). Целевой уровень рентабельности по ЕБИТДА у Магнита на ближайшие 3-4 года составляет 6-6.5%, который планируется обеспечить, в том числе, за счет роста валовой рентабельности (с 18% в 2006 г. до 21% в дальнейшем). Основными драйверами роста валовой рентабельности компания видит увеличение доли более рентабельных *private labels* в структуре продаж, повышение эффективности логистической системы, что позволит сократить долю расходов на транспортировку и хранение продукции, а также оптимизацию закупочной политики в отношении местных поставщиков по мере расширения позиций компании на локальных рынках.

В 2007 г. Магнит намерен развиваться только за счет открытия собственных магазинов, и сделок М&А ожидать не следует. Это указывает на то, что компания не готова совершать дорогие сделки и переплачивать за региональные сети и не намерена «жертвовать» кредитным качеством ради роста за «любой счет». По нашим оценкам, за счет собственных денежных потоков в 2007 г. Магнит сможет профинансировать до 30% запланированных капитальных затрат, оставшаяся часть будет профинансирована увеличением кредитного плеча: до 40% - за счет средств облигационного займа, оставшаяся – за счет банковских кредитов. Проведение дополнительного размещения акций в текущем году, по информации компании, маловероятно. В итоге, совокупный долг Магнита по итогам текущего года мы оцениваем в \$470-500 млн.

Таким образом, при выручке порядка \$3.5 млрд. и рентабельности ЕБИТДА в 5.3% мы оцениваем долговое покрытие на уровне 2.5-2.7 в 2007 г. по сравнению с прогнозным 1.4 в 2006 г. Данный уровень, с нашей точки зрения, не является критическими для кредитного качества компании, и, с фундаментальной точки зрения, оснований для расширения кредитного спреда по торгующемуся выпуску Магнита мы не видим.

Увеличение кредитного плеча напрямую связано с озвученными планами компании по увеличению капитальных затрат в 2007 г. с \$300-350 млн. до \$400-500 млн.

...мы прогнозируем соотношение Долг/ЕБИТДА не выше 2.7 в 2007 г. по сравнению с 1.4. в 2006 П...

В 2007 г. Магнит намерен развиваться только за счет открытия собственных магазинов, и сделок М&А ожидать не следует, а следовательно компания не готова «жертвовать» кредитным качеством ради роста за «любой счет».

...с фундаментальной точки зрения, оснований для расширения кредитного спреда по торгующемуся выпуску Магнита мы не видим.

Виктория

Компания еще в прошлом году планировала разместить второй заем на 1.5 млрд. руб. и полностью направить его на финансирование инвестиционной программы. Однако на фоне неблагоприятной рыночной конъюнктуры размещение было перенесено на текущий год и состоится в конце февраля. Согласно предварительным результатам, приведенным в информационном меморандуме, выручка за прошлый год составила порядка \$805 млн., увеличившись по сравнению с 2005 г. на 44%. По оценкам компании рентабельность EBITDA за прошлый год чуть снизится до 6% с 6.2% годом ранее (за 9 месяцев 2006 г. - 5,3%), а EBITDA составит \$48 млн.

По результатам девяти месяцев совокупный долг компании составил \$95.6 млн., а покрытие за счет EBITDA – 1.5. По результатам всего финансового года в результате привлечения бридж-кредита долг в абсолютном выражении вырос до \$136 млн. В итоге мы оцениваем соотношение Долг/EBITDA 2006Г в 2.8. На текущий год компания планирует сохранение темпов роста выручки в пределах 50% и рентабельность EBITDA на уровне 2006 г.

Вслед за прочими ритейлерами Виктория решила к четырем имеющимся форматам добавить формат «гипермаркета» и вложить в строительство сети, которая по прогнозам должна объединять не менее 34 объектов, до \$600 млн. в течение ближайших четырех лет. Таким образом, ежегодные инвестиции компании составят не менее \$150 млн. В настоящее время компания ведет переговоры по 12 земельным участкам. Первый гипермаркет может открыться к концу текущего года - в дальнейшем планируется открывать не менее десяти гипермаркетов в год. Кроме того, Виктория активно развивает формат супермаркета, что и стало основной причиной двукратного роста капиталовложений в 2006 г. до \$104 млн. по сравнению с 2005 г.

По прогнозам компании, за счет нового формата к 2011 г. оборот Виктории вырастет почти в пять раз, до \$5 млрд., при этом до 30% будет приходиться на гипермаркеты. Тем не менее, в текущем году эффекта от открытия первого гипермаркета не будет, и поэтому мы исходим из 45% роста выручки сети и оцениваем продажи в 2007 г. на уровне \$1.2 млрд. При оценочном объеме инвестиций на текущий в размере не менее \$150 млн. и прогнозного уровня EBITDA в \$70 млн. компании потребуется привлечь не менее \$80 млн. для финансирования инвестиционной программы. Возможность проведения IPO в 2007 г. маловероятна, учитывая, что летом планируется подготовка аудита лишь за 2006 г.

Учитывая, что второй заем на 1.5 млрд. руб. (\$57 млн.) планируется в полном объеме направить на финансирование инвестиций, совокупный долг компании в 2007 г. может достичь \$220 млн., а покрытие за счет EBITDA составит, как минимум, **3.1.-3.2**.

Облигации второго выпуска планируется разместить на три года без оферты с купоном 11%, который соответствует доходности к погашению в 11.3% и спреду к ОФЗ в 520-530 б.п. По результатам вчерашней торговой сессии доходность первого выпуска составила 10.8% к погашению в 2008 г. (спред 500 б.п.). Размещение второго займа со спредом на 30 б.п. шире текущего спреда подразумевает потенциал снижения доходности, в связи с чем мы рекомендуем участвовать в выпуске. С нашей точки зрения, по своему кредитному качеству компания выглядит более привлекательно по сравнению с Копейкой и Дикси, однако отсутствие аудированной международной отчетности пока не позволяет ставить ее в один ряд с остальными компаниями, представленными в данном исследовании.

...мы оцениваем соотношение Долг/EBITDA в 2.8. по результатам 2006 г. ...

...ежегодные инвестиции компании в ближайшие четыре года составят не менее \$150 млн...

совокупный долг компании в 2007 г. может достичь \$220 млн., а покрытие за счет EBITDA составит, как минимум, 3.1.-3.2

...размещение второго выпуска со спредом на 30 б.п. шире текущего спреда подразумевает потенциал снижения доходности... по своему кредитному качеству компания выглядит более привлекательно по сравнению с Копейкой и Дикси

Копейка

По предварительным данным выручка Копейки за 2006 г. выросла на 70.5%, составив \$980 млн. К сожалению, компания ограничилась лишь одним финансовым показателем, раскрыв также данные о приросте количества магазинов +178% до 328 по сравнению с 118 годом ранее. Учитывая достаточно поздний выход на региональные рынки по сравнению с другими сетями, компания ранее заявляла, что планирует делать основной упор на развитии региональной франшизы, что, собственно, и подтверждается результатами 2006 г. Так доля магазинов, работающих по системе франчайзинга на конец года возросла до 15.8% (52 магазина) по сравнению с 6% на конец апреля 2006 г. (около 10 магазинов).

Помимо значительного прироста количества магазинов, Копейка за истекший год существенно расширила географию регионального присутствия. Если в начале года сеть была представлена преимущественно в Москве, а также еще в пяти регионах, то к концу года магазины Копейки открылись еще в 15 регионах. Компания, единственная из крупных розничных операторов, продолжает работать в единственном формате «дискаунтер», и пока не было сделано никаких заявлений о переходе на мультиформатность.

В середине февраля Копейка планирует разместить третий облигационный заем в объеме 4 млрд. руб. (\$150 млн. руб.) с погашением через пять лет. На рынке в настоящее время торгуются первых два выпуска компании: Копейка-1 (1.2 млрд. руб.), доходность которой на вчерашнее закрытие составила 9.38% к погашению в середине 2008 г. и Копейка-2 (4 млрд.руб.) с доходностью 9.51% (спрэды 370 б.п.) к оферте в начале 2009 г.

Перед размещением третьего займа компания представила некоторые консолидированные финансовые показатели за 9 месяцев 2006 г. Выручка сети составила порядка \$669 млн. (+65.2%), т.е. исходя из прогнозного годового показателя, в четвертом квартале были обеспечены наиболее высокие темпы роста и объем продаж в \$311 млн., что позитивно повлияло на годовые темпы роста. Рентабельность EBITDA значительно снизилась с уровня 2005 г. (6.1%) до 4.1% за последний отчетный период, что напрямую связано с ростом операционных затрат на фоне 178% экспансии сети. В итоге EBITDA за девять месяцев составила \$27.4 млн. За три квартала прошлого года долговая нагрузка Копейки выросла ровно в два раза с уровня на конец 2005 г., составив \$244.5 млн., при этом порядка \$200 млн. приходится на два облигационных займа. Таким образом, при пересчете в доллары США соотношение Долг/EBITDA по результатам 9 месяцев составило 6.6. Рост долговой нагрузки в первую очередь может объясняться возросшими инвестиционными потребностями на почти трехкратное расширение сети.

При оценке долгового бремени на конец февраля 2007 г. после размещения третьего займа на 4 млрд. руб. (\$150 млн.) мы исходим из предположения, что 1/3 привлеченных средств будет направлена на рефинансирование существующей банковской задолженности порядка \$45 млн. (по результатам 9 месяцев), а оставшаяся - на финансирование инвестпрограммы в текущем году. В итоге мы получаем оценку долга после размещения третьего выпуска в \$350 млн. на начало марта.

При допущении 50% роста выручки в 2007 г. и незначительном повышении рентабельности EBITDA до 4.5% покрытие долга можно грубо оценить на уровне **5.3**. при условии, что дальнейшего увеличения кредитного плеча не будет.

Текущий спрэд по обоим выпускам Копейки (370 б.п.) является весьма узкими для компании со столь низким покрытием долга. На наш взгляд, это может объясняться двумя факторами: во-первых, наличием сильного акционера в лице банка Уралсиб, который может оказать поддержку компании в случае необходимости. Во-вторых, весьма вероятной продажей компании стратегическому инвестору уже в ближайшей перспективе (среди первых претендентов на покупку называется X5, заинтересованная в приобретении 100%). При условии отсутствия этих объективных факторов спрэд по выпускам Копейки был бы гораздо шире, учитывая достаточно непривлекательное кредитное качество эмитента.

Третий выпуск с пятилетней дюрацией позиционируется с купоном 10-10.5%, что соответствует доходности 10.25-10.8% к погашению и спрэду к ОФЗ (6.4%) 385-440 б.п. На наш взгляд, справедливой можно считать верхнюю границу диапазона, поскольку она подразумевает спрэд на 70 б.п. шире, чем у обращающихся выпусков.

...рентабельность EBITDA снизилась до 4.1%...

...за 9 месяцев долговая нагрузка выросла ровно в два раза с уровня на конец 2005 г. ...

... оценка долга после размещения третьего выпуска составляет в \$350 млн. на начало марта...

...покрытие долга по итогам 2007 г. можно грубо оценить на уровне 5.3..

...текущие узкие спрэды объясняются двумя факторами: наличием сильного акционера и вероятной продажей компании...

...доходность в 10.8% при размещении третьего выпуска соответствует спрэду в 440 б.п., который на 70 б.п. шире, чем у обращающихся выпусков...

Дикси

Дикси, также как и Копейка представила лишь предварительный показатель выручки за 2006 г., составивший \$1086 млн. (+26%) против запланированных \$1434 млн. (+67%). По результатам 9 месяцев 2006 г. рост выручки составил 40%. Отраженные годовые темпы роста являются наиболее низкими среди анализируемых нами компаний. В 2006 г. сеть выросла в полтора раза до 326 торговых точек: было открыто 115 магазинов вместо запланированных 160, что связано с финансовыми ограничениями и нежеланием компании увеличивать кредитное плечо. Совокупная торговая площадь также увеличилась в полтора раза до 130 тыс. кв. м. Столь существенная разница в темпах роста сети/торговой площади и продаж может объясняться тем, что большинство новых магазинов было открыто в четвертом квартале и эффект не успел проявиться в годовых продажах.

Дикси, как и Копейка, наименее рентабельный ритейлер - рентабельность EBITDA за 9 месяцев составила 4.1%. В наших расчетах на 2006 г. мы исходим из этого уровня и оцениваем EBITDA в \$44 млн. По информации компании размер долга на конец 2006 г. составил порядка \$250 млн., следовательно, покрытие за счет EBITDA - 5.6 (за 9 месяцев - 6.2).

Капитальные затраты на открытие магазинов в прошлом году оцениваются компанией в \$120-150 млн., т.е. приблизительно 10-14% от выручки. Решение компании развивать форматы помимо «дискаунтера» (гипермаркеты и магазины шаговой доступности) требует увеличения инвестиций. Мы полагаем, что инвестиции компании в текущем году могут составить порядка \$225-250 млн. (данная оценка основана на 40-50% росте выручки в 2007 г. до \$1.5-1.6 млрд. и 15% доле капзатрат в продажах).

Во втором квартале текущего года Дикси планирует провести первичное размещение акций и привлечь в компанию до \$250 млн., которые будут направлены на рефинансирование задолженности и инвестиционные цели. Первичное размещение было перенесено с осени 2006 г. из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры и разногласий с аудитором по поводу учета опциона. Из совокупного долга в размере \$250 млн. на короткие деньги в портфеле компании приходится около 40-45%, т.е. приблизительно \$100-110 млн. Таким образом, после рефинансирования текущей задолженности в распоряжении компании должно остаться \$150 млн., которые она сможет направить на дальнейшее развитие, что, тем не менее, меньше нашей оценки инвестиционных потребностей. Разница может быть компенсирована за счет последующего увеличения кредитного плеча, а именно размещения второго облигационного займа на 4 млрд. руб. (\$150 млн.).

Таким образом, в настоящий момент на «повестке дня» у компании стоит размещение акций. При условии если оно состоится и компания привлечет запланированную сумму, то потом, при необходимости, может встать вопрос о размещении второго займа. Наша оценка долга на 2007 г. на уровне \$300 млн. подразумевает рефинансирование текущей задолженности за счет средств IPO и размещение второго займа при направлении всего объема привлеченных средств на инвестиции.

После проведения первичного размещения, открытия новых магазинов и увеличения доли магазинов в собственности компания ориентируется на 8-9% рентабельность по EBITDA в 2007-2008 гг. против 4.1 % в 2006 г. Мы достаточно скептически относимся к данному прогнозу и полагаем, что в лучшем случае в 2007 г. Дикси сможет выйти на рентабельность EBITDA не выше 5.5%. При оценочной выручке в \$1.5-1.6 млрд. в 2007г и повышении рентабельности до 5.5% мы оцениваем покрытие долга в диапазоне **3.4-3.6**. Мы по-прежнему считаем, что доходность первого выпуска в 11.56% завышена и видим потенциал сужения спреда на 50 б.п., что соответствует доходности на уровне 11%.

Наша оценка долгового покрытия содержит в себе ряд условностей. Во-первых, реализацию планов компании по проведению IPO. Во-вторых, 40-50% рост выручки и повышение рентабельности в 2007 г. В-третьих, размещение второго займа и направление всего объема средств на инвестиции. Если же в текущем году первичное размещение акций не состоится, а компания все же разместит второй заем (на весьма невыгодных для себя условиях), то с учетом нашей оценки инвестиционных потребностей, долговое бремя может возрасти до \$450-500 млн.

...выручка за 2006 г. выросла лишь на 26% при увеличении сети и совокупной торговой площади в полтора раза...

... рентабельность EBITDA за девять месяцев - 4.1%

...покрытие долга за счет EBITDA по итогам 2006 г. мы оцениваем в 5.6.

... на первом месте - проведение IPO... на втором - размещении второго займа, при необходимости....

мы оцениваем покрытие долга в 2007 г. диапазоне 3.4-3.6...если же IPO не будет, а второй заем разместится, то долговое бремя может возрасти до \$450-500 млн., а покрытие снизится...

...мы видим потенциал сужения текущего спреда на 50 б.п. и оцениваем справедливую доходность в 11%.

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Рублевые инструменты	Алексей Балашов	a.balashov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.