



Арифметика спрэдов: Виктория, Карусель, Патэрсон, Топ-Книга

В сегменте облигаций розничного сектора сложилась ситуация, когда относительные спрэды выпусков не отражают различий в кредитном качестве эмитентов. Объектами нашего внимания стали облигации сетей розничной торговли – Виктории, Карусели и Патэрсона, а так же федерального книготорговца – Топ-Книги.

Мы считаем, что выпуски ритейлеров недооценены и рекомендуем покупать Викторию-1'09 с целью 10,39%, Патэрсон-1'09 с целью 10%, Карусель-1'13 с целью 9,5%.

Дорогим выглядит выпуск Топ-Книга-2'10 мы рекомендуем фиксировать прибыль и выходить из бумаги, справедливый уровень доходности которой находится выше текущих котировок и составляет 10,85%.

Эмитенты вкратце:

Виктория

Виктория - мультиформатный ритейлер (дискаунтер, «магазин у дома», супермаркет, cash&carry) магазины которого расположены в 5 российских регионах, в том числе в Москве и Санкт-Петербурге. По оценкам Компании, в 2006 году сеть Виктории насчитывала 173 магазина. Модель бизнеса предполагает развитие сети преимущественно на арендованных площадях.

Компания оперирует тремя распределительными центрами в Москве и Калининграде. Виктория контролируется группой физических лиц. По оценкам менеджмента, в 2006 г. выручка Виктории составила около 900 млн. долл.

Компания готовит отчетность по РСБУ и предоставляет управленческие данные по группе. По итогам 2006 года планируется провести аудит отчетности по международным стандартам.

Карусель

Карусель - розничный проект акционеров-основателей компании Пятёрочка, развивающий сеть гипермаркетов в Северо-Западном регионе. Компания открыла свой первый магазин в декабре 2004 года, а по итогам 2006 года сеть насчитывала уже 16 гипермаркетов. Компания самостоятельно строит свои объекты, и по состоянию на середину 2006 года Карусель имела разрешения на строительство на 21 площадке. Типовые проекты гипермаркетов, стоимостью 11-34 млн. долл., позволяют ускорить сроки строительства и сдачи проектов. Около 70% земельных участков находятся в долгосрочной аренде (49 лет).

Компанию контролируют А.Рогачев, Т.Франус, А.Гирда и И.Видяев. Крупнейший розничный оператор Х5 имеет опцион «колл» на приобретение 100% доли участия в материнской компании Карусели - Формата Холдинг в период с 1 января 2008г. по 1 июля 2008г. Исполнение опциона будет зависеть от способности Карусели реализовать заявленную программу опережающего роста.

Объем продаж в 2006 году составил 360 млн. долл, более чем четырехкратно увеличившись по сравнению с 2005 г. Карусель готовит консолидированную аудированную (Deloitte) отчетность по международным стандартам.

Патэрсон

Патэрсон – моноформатная сеть супермаркетов, сосредоточенная в европейской части России, насчитывавшая, по оценкам менеджмента 93 магазина (в т.ч. 9 франчайзинговых) в 2006 г. Компания планирует удвоить количество магазинов в течение 3-х лет.

Одной из ключевых особенностей Патэрсона, является высокая доля магазинов в собственности – около 80 тыс. кв. м. рыночной стоимостью 260 млн. долл.

Собственниками компании являются ее акционеры-основатели.

Предельно допустимым уровнем долговой нагрузки менеджмент считает соотношение Долг/ЕБИТДА 2.3х, 2,7х

Патэрсон готовит отчетность по РСБУ и предоставляет управленческие данные по группе.

Топ-Книга



Топ-Книга – национальный лидер розничной и оптовой продажи книг. По оценкам компании, ее доля рынка составляла 8% в 2006 г. в то время как доля ближайшего конкурента – 2,5%. Сеть Топ-Книги насчитывает свыше 400 книжных магазинов, работающих в 5 форматах – от экономичных до ориентированных на покупателей с уровнем дохода выше среднего. Бизнес-модель предполагает развитие сети на арендованных площадях. Доля собственных площадей не превышала 5% в 2006 г.

Выручка на три четверти сформирована за счет результата розничного сегмента и на четверть – оптового. Топ-Книга сотрудничает с 13-тью федеральными и региональными продуктовыми ритейлерами, продажи через розничные сети генерируют 1,5% выручки.

Топ-Книга готовит отчетность по РСБУ и предоставляет управленческие данные по группе.

Финансы компаний – сравнительная характеристика

В таблице приведена сравнительная характеристика компаний, основанная на последней доступной финансовой отчетности.

- **Выручка:** Лидером по размеру выручки является Виктория. По оценке менеджмента в 2006 выручка компании составила 900 млн. долл. Выручка Карусели в 2006 году составила 360 млн. долл. Вероятно, по итогам 2006 года, выручка Карусели и Патэрсона окажется очень близка. Компанией с наименьшим объемом выручки, а так же с наименьшим потенциалом ее роста является Топ-Книга.
- **Активы:** Виктория и Патэрсон оперируют сопоставимой базой активов. Карусель лидирует, благодаря существенной доли собственных гипермаркетов. Наименьшая величина активов отражена на балансе Топ-Книги.
- **Норма EBITDA:** Виктория уступает по норме EBITDA всем трем компаниям. Более низкая рентабельность по сравнению с Патэрсоном и Каруселью обусловлена с одной стороны моделью бизнеса, предполагающей минимальное владение собственными торговыми площадями, с другой стороны – мультиформатностью сети, которая наряду с супермаркетами включает в себя экономичные и низкорентабельные дискаунтеры и «магазины у дома».
- **Долг/Активы:** Это соотношение для всех компаний находилось в удовлетворительном диапазоне и не превышало 43%. Показатели Патэрсона и Карусели были лучше чем у Виктории и Топ-Книги.
- **Долг/Собственный капитал:** По соотношению долга к собственному капиталу наименьшие значения продемонстрировали Карусель и Патэрсон, в то время как у Топ-Книги и Виктории долг превышал собственный капитал в 2 и более раза.
- **Долг/EBITDA:** Долговая нагрузка, оцененная по коэффициенту Долг/EBITDA, находилась в диапазоне 2,3-2,6х у Виктории, Топ-Книги и Патэрсона. У Карусели это соотношение превысило 6. Однако стоит помнить, что по темпу роста выручки Карусель в разы опережает конкурентов.
- **EBITDA/Проценты:** Покрытие процентных платежей EBITDA существенно разнилось, однако по этому показателю все компании находились в безопасной с точки зрения ликвидности ситуации.

USDm	Виктория 9M2006 (управл.)	Топ-Книга 9M2006 (управл.)	Патэрсон 6M2006 (управл.)	Карусель 6M2006 (IFRS)
Выручка	555	148	147	123
EBITDA	29	15,0	14,1	11,9
Активы	224	109	258	400
Собств. Капитал	41	24	132	211
Долг	96	46	74	144
Норма EBITDA	5,3%	10,1%	9,5%	9,7%
Текущ. Ликвидность	1,0	1,6	1,1	0,7
Краткоср. долг, %	19,0%	24,8%	39,6%	55,2%
Долг/Собств. капитал	232,0%	190,6%	56,0%	68,2%
Долг/Активы	42,7%	42,1%	28,5%	36,0%
Долг/EBITDA	2,4	2,3	2,6	6,1
EBITDA/Проценты	11,48	4,49	3,41	-

Источник: Компании, оценки Уралсйба

Выводы

Проведя анализ четырех компаний розничного сектора, мы пришли к выводу, что рынок несимметрично оценивает кредитные риски четырех эмитентов, ставших объектом нашего специального обзора.

Топ-Книга vs Виктория: Мы считаем, что спрэд 26 бп. между выпусками Виктории-1'09 и топ-Книга-2'10 не отражает разницы в сегментах розничного рынка и в масштабе бизнеса. При характерном для обеих компаний невысоком качестве финансовой отчетности, как минимум четырехкратном превышении выручки Виктории над выручкой Топ-Книги и сопоставимых значениях прочих коэффициентов, рассчитанных в таблице, мы считаем, что премия Топ-Книги-2'10 к Виктории-1'09 должна составлять не менее 50 бп.



Патэрсон vs Топ-Книга: Выпуск Патэрсон-1'09 и Топ-Книга-2'10 торгуются с практически одинаковым спрэдом к кривой ОФЗ. Мы полагаем, что текущий спрэд – 7 бп – никоим образом не отражает различий между эмитентами. Мы обращаем внимание на ключевые факторы в поддержку более широкого спреда между этими выпусками. Во-первых, по нашим оценкам, выручка Патэрсона почти вдвое превысит выручку Топ-Книги по итогам 2006 г., во-вторых, Патэрсон сильнее по соотношению долга к капиталу и долга к активам, что обусловлено высокой долей собственной недвижимости, стоимость которой оценивается в 260 млн. долл. и более чем втрое превышает финансовый долг компании. Мы оцениваем преимущество выпуска Патэрсон-01'09 перед выпуском Топ-Книга-2'10 не менее чем в 50 б.п.

Карусель: Несмотря на недавний рост котировок облигаций Карусели, мы считаем, что этот выпуск все еще исчерпал потенциал к росту. Выдающийся рост продаж, которые показала компания в 2006 году, повышают вероятность того, что Х5 исполнит опцион по приобретению Карусели. Это очень сильный фактор поддержки для облигаций компании. На уровне 9,5% спрэд к ОФЗ составит 400 бп, в то время как спрэд Копейки к кривой ОФЗ находится на уровне 365 бп. Мы считаем достаточной премию в 35-40 бп. за меньший объем бизнеса Карусели, в то время как риски быстрого роста характерны для обоих ритейлеров.

Виктория: Выпуск облигаций Виктории-1'09 торгуется под 10,8% к погашению через два года. Несмотря на определенные негативные стороны, как-то отсутствие консолидированной отчетности по МСФО, более низкую по сравнению с тремя другими компаниями рентабельность, впрочем, характерную для многих компаний отрасли, сложившаяся на рынке доходность вызывает удивление. За исключением Виктории, на долговом рынке нет ни одной компании с выручкой около 1 млрд долл. и умеренными значениями коэффициентов долговой нагрузки, доходность облигаций которых находилась бы на таком высоком уровне. Мы считаем, что компании такого масштаба не пристало торговаться выше 10,5% на два года.

Наши выводы обобщены в таблице с рекомендациями, представленной ниже.

Выпуск	Срок до погашения/оферты, мес.	Доходность к оферте	Спрэд к ОФЗ	Справедливый спрэд	Цель по доходности
Виктория-1'09	24	10,80%	491	450	10,39%
Топ-Книга-2'10	22	10,50%	465	500	10,85%
Патэрсон-1'09	16	10,44%	472	428	10,00%
Карусель-1'13	19	9,76%	398	372	9,50%

Источник: ММВБ, оценки Уралсиба



Бизнес-направление по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель направления
Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Управление продаж

Сергей Шемардов, начальник управления, she_sa@uralsib.ru
Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@uralsib.ru
Дмитрий Кузнецов, клиентский менеджер, KuznetsovDE@uralsib.ru
Дмитрий Попов, клиентский менеджер, PopovDV@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, ст. трейдер, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, трейдер, chalovVG@uralsib.ru
Константин Макаров, репо-трейдер, MakarovKV@uralsib.ru

Аналитика

Дудкин Дмитрий, начальник управления, DudkinDI@uralsib.ru
Кити Панцхава, аналитик, PantskhavaKS@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, аналитик, mur_nv@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Руководитель бизнес-блока
Дмитрий Шкловский, ShklovskyDA@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, начальник отдела, tim_gg@uralsib.ru

Виктор Орехов, ст. аналитик, ore_vv@uralsib.ru
Фарида Ахметова, вед. специалист, AkhmetovaFF@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководители управления
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Стратегия

Антон Табах, ст. аналитик, tabakhav@uralsib.ru
Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@uralsib.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@uralsib.ru
Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@uralsib.ru
Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@uralsib.ru
Павел Попиков, аналитик, PopikovPN@uralsib.ru

Металлургия/Машиностроение

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, аналитик, smolindv@uralsib.ru

Банки

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vl@uralsib.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, руководитель управления, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, аналитик, belovka@uralsib.ru

Потребительский сектор/Розничная торговля/Транспорт

Андрей Никитин, аналитик, Nikitin_AI@uralsib.ru
Дмитрий Запорожский, аналитик, Zaporozhskydi@uralsib.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@uralsib.ru

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),
bra_ms@uralsib.ru
Джон Уолш, редактор (англ. яз.),
walshj@uralsib.ru
Юлия Прокопенко, ст. редактор,
pro_ja@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор,
pya_ae@uralsib.ru
Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@uralsib.ru
Ольга Симкина, переводчик/редактор, sim_oa@uralsib.ru

Интернет / Базы данных

Андрей Богданович, специалист, BogdanovicAS@uralsib.ru

использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2006