

Календарь размещений

Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Погашение/оферта	Организаторы	Ориентир организатора	Рекомендации НОМОС-БАНКа
16 февраля 2010 года	ООО "Виктория-Финанс"	БО-1	2	3 года/0,5 года	Тройка Диалог	12,63-13,69%	13-13,5%
16 февраля 2010 года	ООО "Виктория-Финанс"	БО-2	2	3 года/1,44 года	Тройка Диалог	13,18-14,25%	не менее 14-14,25%

ГК «Виктория»

Александр Полкутов
polyutov_av@nomos.ru

Сегодня состоится закрытие книги заявок на приобретение трехлетних биржевых облигаций ООО «Виктория-Финанс» серий БО-1 и БО-2 объемом 2 млрд руб. каждый. Размещение выпусков запланировано на 16 февраля 2010 года. Денежные средства привлекаются на рефинансирование краткосрочной части долга и развитие сети. По облигациям серии БО-1 предусмотрена оферта через полгода, при этом ориентир организатора выпуска по первому купону составляет 12,25–13,25% годовых (УТР 12,63–13,69% годовых). Выпуск серии БО-2 предлагает оферту через 1,44 года (27.07.2011 года), а также предусматривает колл опцион через 1,5 года (26.08.2011 года). Ориентир купона по данному займу составляет 12,75–13,75% годовых (УТР 13,18–14,25% годовых).

Структура выпусков включает в себя поручительство со стороны операционных компаний и держателей недвижимости сети, входящих в Группу. Кроме того, по выпускам биржевых облигаций предусмотрена безотзывная оферта, которая наступает в случае кросс-дефолта на сумму более 150 млн руб., невозврата основной суммы долга по облигациям и невыплаты купонов, а также при реорганизации или банкротстве (ликвидации) Эмитента и всех оферентов. Все эти обеспечительные меры призваны повысить защищенность интересов инвесторов. Но как показывает практика, российское законодательство не гарантирует этого в полном объеме. Особенно, если в качестве Эмитента выпусков выступает SPV, а не головная компания – ОАО «ГК «Виктория». Вместе с тем, привлекательность биржевых облигаций заключается в перспективе вхождения бумаг в заветный Ломбардный список. Напомним, что 9 февраля 2010 года агентство Fitch присвоило двум предстоящим выпускам биржевых облигаций ООО «Виктория-Финанс» ожидаемый рейтинг «В-», который соответствует рейтингу материнской компании ОАО «ГК «Виктория» на уровне «В-» с прогнозом «Стабильный» (был получен 27 января 2010 года). Кроме того, Группа входит в список системообразующих предприятий. Таким образом, биржевые облигации «Виктории» вполне могут претендовать на включение в Ломбардный список ЦБ, поскольку удовлетворяют всем требованиям, что в дальнейшем может послужить хорошим поводом для роста котировок.

В целом, за последние годы кредитное качество ГК «Виктория» улучшилось за счет роста основных финансовых показателей, поддержания эффективности бизнеса на высоком для сектора уровне, а также снижения долговой нагрузки. В то же время сохраняются определенные риски для кредитного профиля Компании, в первую очередь связанные с низкой информационной прозрачностью Группы в последние годы, сложностями в корпоративном управлении (по мнению Fitch) из-за выданных акционерам на личные цели кредитов в размере 651,4 млн руб., а также неограниченностью дивидендной политики.

От эффективности к сбалансированному росту в 2010 году.

ГК «Виктория» входит в Топ-10 крупнейших по выручке российских

Облигационные выпуски ГК «Виктория»		
Серия	БО-1	БО-2
Эмитент	ООО «Виктория-Финанс»	
Поручители	ОАО «ГК «ВИКТОРИЯ», ЗАО «Торкас», ООО «Виктория-Московия», ООО «Виктория Балтия», ООО «Виктория Девелопмент»	
Объем	2 млрд руб.	2 млрд руб.
Статус	Планируется	Планируется
Размещение	16.02.10	16.02.10
Погашение	3 года	3 года
Купон	2 раза в год	2 раза в год
Оферта	0,5 года	27.07.11
Колл-опцион	-	16.08.11
Ориентир ставки купона	12,25-13,25%	12,75-13,75%
Ломбардный список ЦБ	Планируется	Планируется

Источник: Cbonds, данные Компании

Рейтинги ГК «Виктория»		
Рейтинговое агентство	Рейтинг	Дата пересмотра
Fitch	В-/Стабильный	27.01.2010
Рейтинги ООО «Виктория-Финанс» серий БО-1 и БО-2		
Fitch	В-	09.02.2010

Источник: Cbonds, данные Компании

продуктовых сетей, занимая 9-ое место. Компания в 2008 году уступала по продажам таким крупным игрокам, представленным на долговом рынке, как X5 – в 6,5 раза, «Магнит» – в 4,2 раза, «ДИКСИ» – в 1,5 раза. Компания по-прежнему придерживается мультиформатной модели бизнеса, что, на наш взгляд, позволяет ей диверсифицировать риски падения продаж, оперативно реагируя на изменение экономической ситуации и потребительских предпочтений. В 2009 году из-за кризиса «Виктория» приостановила экстенсивное развитие сети, сосредоточившись на повышении эффективности уже открытых магазинов. В итоге, в течение минувшего года Группа закрыла 8 нерентабельных магазинов, после чего их общее количество сократилось до 208, а торговая площадь составила 105 тыс. кв. м., из которых 36% находилось в собственности. Безусловно, закрытие убыточных магазинов позитивно сказалось на эффективности работы сети в целом. При этом наличие убыточных магазинов в структуре сети может вызвать вопросы и свидетельствовать о возможных просчетах бизнес модели Компании. К началу февраля 2010 года розничная сеть Компании насчитывала 206 магазинов: 160 «магазинов у дома» «Квартал», 16 супермаркетов «Виктория», 29 дискаунтеров «Дешево» и 1 гипермаркет «КЭШ». В месте с тем, «Виктория» продолжает занимать лидирующие позиции в Калининграде (46 магазинов) и широко представлена в Москве (127 магазинов), а также в Санкт-Петербурге (33 «магазинов у дома»). Причем, ключевым регионом для Ритейлера является Москва, на которую в 2008 году приходилось 65% всей выручки Сети (по МСФО). В то время как доля Калининграда в выручке составила 23%, Санкт-Петербурга – 12%. Лидерство Москвы по региональной структуре в первую очередь объясняется наибольшим количеством действующих магазинов, более высоким средним чеком (например, по супермаркетам: чуть более 500 руб. в Москве; 480 руб. в Санкт-Петербурге) и отдачей на 1 кв. м. (более 440 тыс. руб./кв. м. в Москве; 370 тыс. руб./кв. м. в Калининграде). Следует отметить, что позитивным моментом для Группы является присутствие ее магазинов в крупнейших по численности населения (около 24 млн) и уровню доходов регионах. При этом конкуренция на данных рынках достаточно высокая, что обусловлено присутствием крупнейших игроков организованной розницы (X5, «Магнит», «Ашан», «ДИКСИ» и др.). С 2006 года «Виктория» активно развивает private label и на сегодняшний день ассортимент товаров Сети под собственной торговой маркой насчитывает около 500 наименований. Доля СТМ в структуре выручки Группы составляет 7,2%. Для сравнения, доля private label в обороте группы X5 составляет 5% (в «Пятерочке» – 15%, в «Перекрестке» – более 6%), в обороте «Магнита» достигает 12%. По данным Компании, основными акционерами Сети являются ее основатели (Николай Власенко, Александр Зарибко и Владимир Кацман), которым принадлежит 98% доля капитала Группы.

Стратегия развития ГК «Виктория» в 2010 году предполагает экстенсивный рост, но только в регионах присутствия Сети, в основном в Москве и области, как за счет органического открытия новых магазинов, так и покупки небольших региональных сетей. Причем, объем инвестиций при самостоятельном открытии магазинов на арендованных площадях в текущем году может составить порядка 50 млн долл. («Магнит» планирует в 2010 году инвестировать до 1 млрд долл., X5 – не более 18 млрд руб.). Соответственно, проведение сделок M&A потребует больших вливаний денежных средств. Вместе с тем, при развитии сети менеджмент Компании намерен придерживаться разумного подхода, не предполагающего агрессивного наращивания долга.

Финансовый профиль.

В последние годы ГК «Виктория» не отличалась информационной прозрачностью в части ее финансового состояния, что несет в себе определенные риски для инвесторов, поскольку нет уверенности в дальнейшей транспарентности Компании.

Озвученные на встрече с инвесторами результаты деятельности Группы за 2008 год и по итогам 1 полугодия 2009 года, подготовленные в соответствии с МСФО, приятно удивили: эффективность деятельности находилась на высоком для сектора уровне, долговая нагрузка снизилась.

Финансовые результаты российских продуктовых сетей в 2008-2009 гг. по МСФО										
млн руб.	ГК «Виктория»							Х5	Магнит	ДИКСИ
	2008	2007	2008/2007	1 пол.09	1 пол.08	1 пол.09/ 1 пол.08	1 пол.09/ 2008	1 пол.09	1 пол.09	1 пол.09
Основные финансовые показатели										
Выручка	31 864	26 503	20.2%	15 368	15 531	-1.1%	-	132 349	79 117	26 754
Валовая прибыль	10 388	7 563	37.3%	5 174	4 969	4.1%	-	32 571	18 431	7 254
ЕБИТДА	2 596	1 121	131.6%	1 148	1 209	-5.0%	-	11 545	7 453	1 464
Чистая прибыль (убыток)	973	-101	-	308	478	-35.6%	-	1 597	3 926	-99
Операционный денежный поток	1 958	665	194.4%	277	564	-50.8%	-	1 298	1 597	429
% расходы	-484	-463	4.6%	-315	-222	41.7%	-	-2 529	-965	-419
Активы	11 143	9 699	14.9%	10 930	-	-	-1.9%	162 335	58 075	20 374
Дебиторская задол-ть	903	659	37.0%	1 210	-	-	34.1%	5 530	-	844
Денежные средства и их эквиваленты	853	694	23.0%	201	-	-	-76.4%	4 537	1 627	514
Финансовый долг, в т.ч.	4 896	4 720	3.7%	4 321	-	-	-11.7%	61 673	15 301	9 310
долгосрочный	1 694	3 659	-53.7%	283	-	-	-83.3%	53 069	6 665	3 348
краткосрочный	3 202	1 061	201.9%	4 039	-	-	26.1%	8 605	8 636	5 963
Чистый долг	4 043	4 027	0.4%	4 120	-	-	1.9%	57 136	13 674	8 796
Кредиторская задол-ть	4 339	3 846	12.8%	4 395	-	-	1.3%	27 848	14 112	4 906
Показатели эффективности и покрытия долга										
Валовая маржа	32.6%	28.5%	4.1 п.п.	33.7%	32.0%	1.7 п.п.	-	24.6%	23.3%	27.1%
Рентабельность ЕБИТДА	8.1%	4.2%	3.9 п.п.	7.5%	7.8%	-0.3 п.п.	-	8.7%	9.4%	5.5%
Рентабельность по чистой прибыли	3.1%	-	-	2.0%	3.1%	-1.1 п.п.	-	1.2%	5.0%	-
Финансовый долг/ЕБИТДА	1.89	4.21	-	1.88	-	-	-	2.58	1.04	3.18
Чистый долг/ЕБИТДА	1.56	3.59	-	1.79	-	-	-	2.39	0.93	3.00
ЕБИТДА/% к уплате	5.36	2.42	-	3.64	5.44	-	-	4.57	7.72	3.50
Финансовый долг/Активы	0.44	0.49	-	0.40	-	-	-	0.38	0.26	0.46

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

По предварительным оценкам менеджмента «Виктории», за 2009 год Группе не удалось сохранить положительную динамику роста выручки, которая наблюдалась по итогам 2008 года (+20,2% к 2007 году до 31,864 млрд руб.) и в результате она сократилась на 5%. Уменьшение размера выручки, как мы писали выше, было вызвано закрытием в течение прошлого года ряда магазинов Компании. На фоне других сетей по динамике продаж ГК «Виктория» выглядит аутсайдером – Х5 и «Магнит» показали в 2009 году рост рублевой выручки на 33% и 28,12% соответственно. Несколько хуже с выручкой в 2009 году обстояли дела у «ДИКСИ»: за год прирост составил только 12%. В 2010 году менеджмент «Виктории» ожидает перелома негативной динамики и планирует увеличение выручки на 28% на фоне возобновления экстенсивного роста сети. Схожая по динамике картина наблюдалась и у показателя ЕБИТДА: по итогам 1 полугодия 2009 года он продемонстрировал снижение на 4,2% до 1,158 млрд руб., хотя еще в 2008 году он показал значительный рост в 2,3 раза до 2,596 млрд руб. Кроме того, в 2008 году Группа получила чистую прибыль в размере 973 млн руб., что обеспечило рентабельность по чистой прибыли на уровне 3,1%. Отметим, что еще 2007 году у ГК «Виктория» был убыток 101 млн руб. В январе–июне 2009 года чистая прибыль Компании составила 308 млн руб., а рентабельность по чистой прибыли снизилась на 1,1 п.п. до 2% относительно аналогичного периода 2008 года.

Сделав упор на поддержании высокого уровня эффективности деятельности, ГК «Виктория» в 2008 году нарастила валовую рентабельность на 4,1 п.п. до 32,6%, а по итогам 1 полугодия 2009 года – на 1,7 п.п. до 33,7% относительно аналогичного периода 2008 года. Рентабельность ЕБИТДА в последние годы также росла: в 2008

году она увеличилась на 3,9 п.п. до 8,1% относительно 2007 года. В свою очередь, в январе–июне 2009 года рентабельность EBITDA несколько снизилась на 0,3 п.п. до 7,5% относительно аналогичного периода 2008 года. Согласно оценкам Компании, в 2009 году рентабельность EBITDA осталась на прежнем уровне порядка 7,8–8%, что в текущих условиях является хорошим показателем, учитывая смещение в период кризиса потребительского спроса в сторону более дешевых и менее маржинальных продуктов. Следует отметить, что по эффективности бизнеса «Виктория» незначительно уступает лидерам отрасли, в частности, в 1 полугодии 2009 года рентабельность EBITDA Группы составляла 7,5% против 8,7% у X5 и 9,4% у «Магнита». В дальнейшем, согласно планам Компании, эффективность деятельности будет поддерживаться увеличением доли private label в структуре выручки, которое дает, по оценкам «Виктории», дополнительные 5% маржи в сравнении с прочими товарами. Кроме того, повышать свою рентабельность Группа планирует за счет оптимизации ассортимента и системы поставок, улучшения условий взаимодействия с контрагентами, роста операционной эффективности и др.

За первые 6 месяцев 2009 года ГК «Виктория» удалось сократить размер финансового долга на 11,7% до 4,321 млрд руб. относительно конца 2008 года. В то же время существенное изменение претерпела временная структура долга: доля краткосрочных обязательств Компании возросла с 65,4% до 93,5% (или 4,039 млрд руб.). При этом уровень долговой нагрузки Группы по соотношению Финансовый долг/EBITDA остался прежним и составил около 1,9х; EBITDA/% расходы – 3,7х. Следует отметить, что краткосрочная часть долга «Виктории» была представлена в основном облигационным выпуском серии 02 объемом 1,5 млрд руб., а также кредитными ресурсами Альфа–Банка. По состоянию на 1 февраля 2010 года долг Ритейлера составил 4,863 млрд руб., из которых на кредиты Альфа–Банка приходилось 42,8% долга, на облигации – 30,9%, на кредиты ЮниКредит Банка – 20,1%. Согласно графику исполнения обязательств, ближайшим крупным погашением являются облигации Эмитента серии 02 объемом 1,5 млрд руб. По сообщению менеджмента, ГК «Виктория» располагает достаточным количеством открытых кредитных линий и необходимым объемом собственных средств для погашения данного выпуска 16 февраля 2010 года. В частности, на данный момент Альфа–Банк предоставил Группе кредитную линию на 200 млн долл. (выбрано 2,083 млрд руб. (68,5 млн долл.)), у Ритейлера также имеется невыбранная линия в Сбербанке на сумму 3,2 млрд руб. Кроме того, у Компании были собственные средства в виде операционного денежного потока за 6 месяцев 2009 года на сумму 277,3 млн руб. и денежных средств на счетах в размере 201,1 млн руб. Таким образом, вопрос рефинансирования краткосрочного долга Компании на текущий момент может быть решен. В ближайшее время Группа рассчитывает увеличить долю облигационных займов в общем объеме долга, при этом сократив процент обеспеченных банковских кредитов, что позволит добиться сбалансированности долгового портфеля по структуре кредиторов (согласно планам Компании, не более 30% на одного кредитора). Вероятно размещение двух выпусков биржевых облигаций серий БО–1 и БО–2 общим объемом 4 млрд руб. позволит реализовать задуманное. При этом, по нашим оценкам, долговая нагрузка ГК «Виктория» может возрасти по соотношению Финансовый долг/EBITDA с 1,9х до 3,0х, что вполне согласуется с планами руководства Сети в 2010 году удержать данное соотношение в пределах 3,0х. С другой стороны, наличие открытых кредитных линий от Альфа–Банка и Сбербанка может спровоцировать рост объема долга, что приведет к увеличению уровня долговой нагрузки.

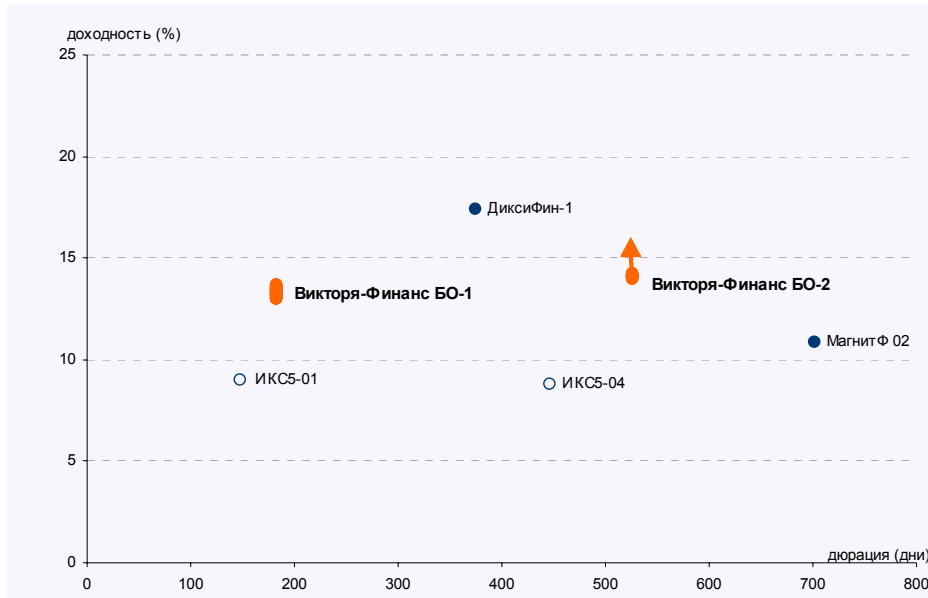
Еще одним источником денежных средств, необходимых на развитие бизнеса Компании, может стать IPO, предусматривающее продажу 30% акций, или

привлечение портфельного инвестора, о чем недавно сообщалось в СМИ. Полученные средства, скорее всего, могут быть направлены на расширение сети, экстенсивный рост которой был полностью приостановлено в 2009 году, что позволит Группе закрепить свои позиции на достаточно конкурентном, но все еще перспективном рынке Московского региона. На встрече с инвесторами руководство Сети не озвучило каких-либо конкретных планов по ближайшему выходу на биржу. Несмотря на заметно улучшившееся за последние годы кредитного качества Компании, все еще остаются его уязвимые места. В частности, агентство Fitch в своем комментарии к вновь присвоенному рейтингу ГК «Виктория» указывает на слабые моменты в корпоративном управлении Компании, связанные с кредитами в размере 651,4 млн руб. (на конец 1 полугодия 2009 года), которые были предоставлены Группой своим акционерам на личные цели. Неограниченность дивидендной политикой Компании также не добавляет комфорта инвесторам. Эксперты Fitch в своем пресс-релизе наряду с улучшением кредитного качества Группы отмечают ее слабую позицию ликвидности из-за высокой доли краткосрочного долга, а также относительно небольшой размер Компании на фоне лидеров отрасли и небольшую долю на российском рынке. Тем не менее, ГК «Виктория» не первый год на публичном рынке заимствований и имеет положительную кредитную историю. В частности, в январе 2009 года, несмотря на кризис, Компания погасила облигационный выпуск серии 01 объемом 1,5 млрд руб.

Позиционирование.

На российском рынке в настоящее время торгуется единственный выпуск облигаций ООО «Виктория-Финанс» серии 02 объемом 1,5 млрд руб. Котировки данных облигаций вряд ли могут выступать ориентиром доходности для новых выпусков биржевых облигаций в силу близости даты их погашения 16 февраля 2010 года. По масштабам бизнеса и уровню кредитного качества ГК «Виктория» в большей степени сопоставима с «ДИКСИ». При этом сети «ДИКСИ» и ее выпуску облигаций не присвоены рейтинги от международных агентств, в чем она и уступает «Виктории». Среди других компаний сектора продуктовой розницы, а именно сетей X5 и «Магнит», чьи выпуски обращаются на долгом рынке, рейтинг от международного агентства присвоен лишь только выпускам ИКС 5 ФИНАНС серий 01 (УТР 8,31% годовых) и 04 (УТР 8,74% годовых) на уровне «BB-» от S&P, который на 3 ступени выше рейтинга ООО «Виктория-Финанс» от Fitch на уровне «B-». Вместе с тем, по масштабам бизнеса, а именно по объему выручки, X5 в 6,5 раз превосходит «Викторию». Тем не менее, считаем целесообразным в качестве ориентира доходности биржевых облигаций Группы взять доходность выпусков сети X5, как компании из сектора продуктовой розницы, имеющей рейтинг от международного агентства. По нашим оценкам, премия за разницу в рейтингах (в три ступени) и масштабах бизнеса, за включение бумаг X5 в Ломбардный список ЦБ (выпуски «Виктории» только претендуют на включение в него), за первичное размещение должна составить порядка 400–450 б.п. к более короткому выпуску облигаций ИКС 5 ФИНАНС серии 01, что соответствует доходности 13–13,5% годовых. На этих уровнях мы рекомендуем участвовать в размещении выпуска биржевых облигаций «Виктория-Финанс» серии БО-1 с офертой через полгода. Что касается размещения выпуска «Виктория-Финанс» серии БО-2 с офертой через 1,44 года (УТР 13,18–14,25% годовых), считаем приемлемым участвовать по верхней границе озвученного ориентира доходности. В ином случае, рекомендуем обратить внимание на достаточно ликвидный выпуск облигаций Дикси-Финанс серии 01 объемом 3 млрд руб., который предлагает доходность чуть более 17% годовых к погашению 17 марта 2011 года.

Ритэйл



Контакты

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Гильманов Марат / ext. 3141	gilmanov_mr@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.