

Группа Виктория (В-): комментарий к размещению

Аналитик: Ольга Николаева; e-mail: Olga.Nikolaeva@mdmbank.com

В среду открылась книга заявок на участие сразу в двух выпусках биржевых облигаций группы компаний Виктория. Совокупный объем предлагаемых трехлетних бумаг составляет 4 млрд. руб. (по 2 млрд. руб. каждый). Первый выпуск предполагает оферту через полгода, второй - через 1.44 года. Закрытие книги планируется 12 февраля, а размещение - 16 февраля. Заметим, что всего группа зарегистрировала 5 выпусков биржевых облигаций суммарным объемом 10 млрд. руб.

Группа компаний Виктория - девятая по величине российская розничная продуктовая сеть. Магазины группы представлены в Москве, Санкт-Петербурге и Калининграде. В последнем регионе компания исторически является лидером рынка. Всего на конец 2009 г. Виктория объединяла 206 магазинов, работающих в форматах супермаркет, «магазин у дома», дискаунтер и гипермаркет. Около 36% торговых площадей находятся в собственности группы. В дальнейшем Виктория планирует постепенное снижение данного показателя до 20%. Конечными бенефициарами группы являются ее топ-менеджеры и основатели (Н.Власенко, В.Кацман, А.Зарибко), суммарно владеющие 98% акций.

В связи с низкой информационной прозрачностью компании, с момента размещения последнего выпуска Виктория-Финанс-2 в 2007 г. у нас было мало возможностей внимательно оценить ее кредитный профиль. Тем не менее, в нем можно отметить ряд положительных изменений:

- Компания поддерживает высокий уровень эффективности. По показателю валовой рентабельности (33.7% в 1П09) она заметно опережает других российских ритейлеров. Примечательно, что за январь-июль 2009 г. валовая рентабельность увеличилась на 1.7 п.п. Этот факт лишний раз подтверждает привлекательность бизнес модели-группы, предполагающей высокую диверсификацию торговых форматов. Рентабельность по EBITDA, составившая по итогам 1П09 г. 7.5%, также практически не отстает от показателей конкурентов. Ее небольшое снижение обусловлено ростом операционных расходов. В качестве мер по дополнительной стимуляции эффективности Виктория рассматривает развитие продуктов под собственной торговой маркой (private label). На текущий момент их доля в структуре выручки составляет 7.2%.

- Операционный денежный поток (до изменений в оборотном капитале) по итогам первого полугодия достиг 1.6 млрд. руб., увеличившись на 13% по сравнению с аналогичным периодом 2008 года. Мы также отметили, что компания не применила ставшую традиционной в кризисный 2009 г. меру по сокращению оборотного капитала. Возможно, это связано с худшими, чем у конкурентов, позициями в переговорах с поставщиками.
- Политика привлечения заемного финансирования в последнее время выглядит весьма консервативно. Абсолютное значение долга с конца 2008 г. сократилось на 12% (4.4 млрд. руб.). Что касается покрытия задолженности операционным денежным потоком (Долг/ЕБИТДА), то это значение, снизившись с пиковых 4.4х в 2007 г. до 1.9 х в 2008 г., с тех пор остается неизменным. Согласно данным неаудированной отчетности группы, по состоянию на конец первого полугодия 2009 г., более 93% долга имело краткосрочный характер. Однако, как следует из событий после отчетной даты, во втором полугодии 2009 г.
- Виктория успешно договорилась о рефинансировании задолженности перед банками. Таким образом, помимо скорого (16.02.2010 г.) погашения второго облигационного займа на сумму 1.5 млрд. руб., у ритейлера не осталось существенных краткосрочных выплат. Как следует из материалов к размещению, объем открытых кредитных линий и собственных денежных средств компании достаточен для удовлетворения требований всех держателей облигаций. Что касается политики дальнейшего привлечения ресурсов, то здесь Виктория планирует постепенное замещение залогового банковского кредитования оптовым фондированием. Недавно в прессе появились предположения о скором IPO группы, в рамках которого возможно размещение 30% акций. В качестве альтернативы также рассматривается привлечение портфельного инвестора. Мы конструктивно смотрим на планы компании, однако не рекомендуем инвесторам переоценивать значимость данного события до появления более конкретных новостей. До тех пор, с учетом размещения новых займов, долговая нагрузка Виктории, по нашим оценкам, будет колебаться в районе 3х Долг/ЕБИТДА.

Среди слабых сторон кредитного профиля ритейлера, помимо недостаточной финансовой прозрачности, мы обращаем внимание на высокую конкуренцию в приоритетном регионе развития (Москва) и недостаточный уровень вертикальной интеграции (отсутствие собственной логистики). Кроме того, агентство Fitch в своем недавнем пресс-релизе, посвященном присвоению Виктории рейтинга, указывает на проблемы, связанные с корпоративным управлением, а именно - наличие займов связанным сторонам (651 млн. руб. на 1П09) и отсутствие ограничений на выплаты дивидендов. Так, по итогам первого полугодия, Виктория выплатила дивиденды на сумму 244 млн. руб. (около 80% чистой прибыли за период), что, на наш взгляд, было несколько рискованным шагом с учетом неблагоприятной операционной среды на тот момент.

На карте российских облигаций компаний-ритейлеров Викторию можно отнести к эмитентам третьего эшелона. В этой связи, итоги размещения компании будут важны еще и как индикатор спроса на данный вид риска. Что касается справедливой доходности, то маркетируемые организаторами займа диапазоны (для первого выпуска купон 12.24-13.25%, для второго - 12.75-13.75%) выглядят привлекательно только при условии попадания бумаг в список РЕПО ЦБ. В противном случае, мы рекомендовали бы присмотреться к облигациям Дикси (доходность около 17%).

Ключевые финансовые показатели группы Виктория, МСФО				
млн. рублей	2007 г.	2008	6М2008 неаудир.	6М2009 неаудир.
Выручка	26 503	31 864	15 531	15 368
Операционная прибыль	538	1 899	892	777
ЕБИТДА	1 120	2 596	1 209	1 157
Чистая прибыль	(101)	973	478	308
Долг	4 887	5 022	н.д.	4 410
Чистый долг	4 194	4 169	н.д.	4 209
Собственный капитал	332	1 079	н.д.	1 387
Активы	9 699	11 143	н.д.	10 930
Ключевые показатели				
Валовая рентабельность	28.5%	32.6%	32.0%	33.7%
ЕБИТДА margin (%)	4.2%	8.1%	7.8%	7.5%
Долг/ ЕБИТДА annualized (x)	4.4	1.9	-	1.9
Чистый долг/ ЕБИТДА annualized (x)	3.7	1.6	-	1.8
ЕБИТДА/проценты	2.4	5.4	5.4	3.7
Долг /Собственный капитал (x)	14.7	4.6	-	3.2

Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»**Константин Рогов**

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли на рынке ценных бумаг**Виниченко Илья**

Ilya.Vinichenko@mdmbank.com

Продажи долговых инструментов

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Роберто Пеццименти	+7 495 787 94 52

Торговля долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Операции РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Торговля и продажи на рынке акций

Хусаинов Альберт	Albert.Khusainov@mdmbank.com
Ромодин Максим	Maxim.Romodina@mdmbank.com
Семенов Артур	Artur.Semenov@mdmbank.com
Ворожейкина Анастасия	Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com

Операции с векселями

Ларин Андрей	Andrey.Larin@mdmbank.com
--------------	--------------------------

Брокерское обслуживание

Ильина Анна	Anna.Iliina@mdmbank.com
Бердин Игорь	Igor.Berdin@mdmbank.com

Аналитическое управление

Михаил Зак	Mikhail.Zak@mdmbank.com	Начальник аналитического управления
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Анализ рынка облигаций
Дмитрий Конторщиков	Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com	Анализ рынка акций

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@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.

© 2010, ОАО МДМ-Банк. Без письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.