

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Азбука Вкуса – сливки продуктовой розницы

- Присутствие в премиальном сегменте – основной фактор, обеспечивающий лидерство «Азбуки Вкуса» по размеру среднего чека (1245 руб. за 5 месяцев 2008 года) и показателю валовой рентабельности (36%) среди всех ритейлеров, имеющих публичный долг.

Розничная сеть «Азбука Вкуса», которая насчитывает 24 супермаркета общей площадью 37.1 тыс. кв. м и торговой площадью – 17.9 тыс. кв. м., входит в число лидеров премиум-сегмента продуктового ритейла с долей более 40%.

- **Опережающий рост премиального сегмента продуктового ритейла – динамичный рост выручки «Азбука Вкуса».**

Увеличение благосостояния населения и смещение спроса в пользу высококачественных, эксклюзивных, а следовательно, более дорогих продуктов является основной причиной того, что премиальный сегмент розничного продуктового ритейла растет темпами, опережающими рост розничного товарооборота продуктов питания. Рост спроса способствует расширению розничной сети «Азбуки Вкуса» (в 2007 календарном году торговые площади выросли на 70%), увеличению сопоставимых продаж, и как следствие, динамичному росту выручки (на 94% против среднего значения по отрасли – 58%).

- **Стратегия экспансии сети в Москве и за ее пределами – сохранение высоких темпов роста в перспективе.**

Экспансия в региональные центры (Екатеринбург, Самара) и страны СНГ (Киев, Алматы) основана на следующих факторах: присутствие в этих городах обеспеченной прослойки населения, невысокая конкуренция в премиум-сегменте, несоответствие ряда работающих на местном рынке компаний требованиям этого сегмента. По оценкам менеджмента, расширение розничной сети, в т.ч. за счет выхода на новые рынки, позволит в 2009 году добиться увеличения выручки как минимум в два раза.

- **Открытие в 2007 году больших по площадям супермаркетов – «задел» для качественного роста «Азбуки Вкуса» в будущем.**

Открытие больших по площадям супермаркетов, которые отличаются расширенным ассортиментным предложением для своих клиентов, широким перечнем дополнительных услуг, большим свободным пространством, эффективно решает задачу по привлечению новых покупателей, тем самым увеличивая отдачу с метра торговой площади. «Оборотной» стороной агрессивного расширения сети стало снижение нормы прибыли.

- **Выход на окупаемость новых супермаркетов + открытие «фабрики-кухни» = рост нормы прибыли.**

Рост рентабельности (к 2010 году EBITDA margin ожидается на уровне 10%), вероятно, станет следствием повышения выручки с торгового метра по новым супермаркетам, замедления темпов роста новых площадей по сравнению с 2007 годом и увеличения доли высокомаржинального производства собственной кулинарии, которым будет загружена строящаяся фабрика-кухня. Кроме того, ожидается, что собственных денежных потоков будет достаточно для финансирования основной части инвестиционных затрат, что приведет к снижению долговой нагрузки и удержания ее в терминах debt/EBITDA в размере 3.5.

### Параметры второго займа:

Эмитент: ООО «Городской супермаркет»

Поручитель: ООО «Азбука Вкуса»

Объем: 2 млрд руб.

Срок обращения: 3 года

Оферта: 1 год

Ориентир по доходности – 13%-14% к оферте

Основные финансовые показатели ГК «Азбука Вкуса» за 2007 финансовый год по неаудированной отчетности МСФО, млн долл.

	2007/2008
Выручка	334,3
Себестоимость	213,4
Валовая прибыль	121,0
Операционные затраты	104,2
Операционная прибыль	16,8
Процентные расходы	11,3
Чистая прибыль	4,3
Амортизация	7,0
EBITDA	23,8
Валовая рентабельность	36,2%
EBITDA margin	7,1%
Опер. рентабельность	5,0%
Активы	195,0
Собственный капитал	31,0
Основные средства	103,9
Долг	101,4
Debt/EBITDA	4,3
EBIT/Interest	1,5

Наталья Толстошеина  
[n.tolstosheina@zenit.ru](mailto:n.tolstosheina@zenit.ru)

Яков Яковлев  
[y.yakovlev@zenit.ru](mailto:y.yakovlev@zenit.ru)

**SWOT-АНАЛИЗ****Сильные стороны**

- Ориентация исключительно на формат «премиум» позволяет «Азбуке Вкуса» «снимать сливки» продуктового ритейла.
- Сильные рыночные позиции, широкая известность торговой марки.
- Опережающие рынок темпы роста премиального розничного продуктового ритейла.
- «Азбука Вкуса» демонстрирует одни из самых высоких в продуктовом ритейле темпов роста, увеличивая торговые площади и сопоставимые продажи (LFL).
- ГК «Азбука Вкуса» совместно с Ernst & Young готовит отчетность по МСФО.

**Возможности**

- Большой потенциал роста выручки в результате развития на московском рынке и выхода в регионы.
- Снижение затрат на открытие одного супермаркета в результате запуска «фабрики-кухни».
- Улучшение кредитного качества ГК «Азбука Вкуса» в перспективе как результат выхода на окупаемость новых супермаркетов и реализации инвестиционной программы.

**Слабые стороны**

- Большие инвестиции в открытие новых супермаркетов в 2007 году привели к снижению рентабельности.
- Небольшая доля супермаркетов в собственности.
- Большая доля операционных затрат в выручке.
- В структуру займа не входит компания, которая владеет тремя супермаркетами «Азбука Вкуса».

**Угрозы**

- Ограниченное число потенциальных клиентов, сложная логистика и нехватка квалифицированного персонала на новых региональных рынках.
- Медленный выход на самоокупаемость новых московских супермаркетов в результате сложностей с подъездом, парковкой, а также действия других факторов.
- Возможное давление на рентабельность в результате снижения среднего чека в регионах.

Торговая сеть «Азбука Вкуса», насчитывающая в настоящее время 24 супермаркета в Москве и Московской области и являющаяся одним из лидеров столичного рынка премиальной розничной торговли продуктами питания, планирует разместить второй облигационный займ объемом 2 млрд руб. со сроком обращения 3 года и офертой через год. Полученные средства «Азбука Вкуса» направит на рефинансирование коротких кредитов, а также на финансирование инвестиционной программы в 2008-2009 гг., причем часть из них будет «заморожена» на банковских депозитах до момента возникновения необходимости их использования (2009 год).

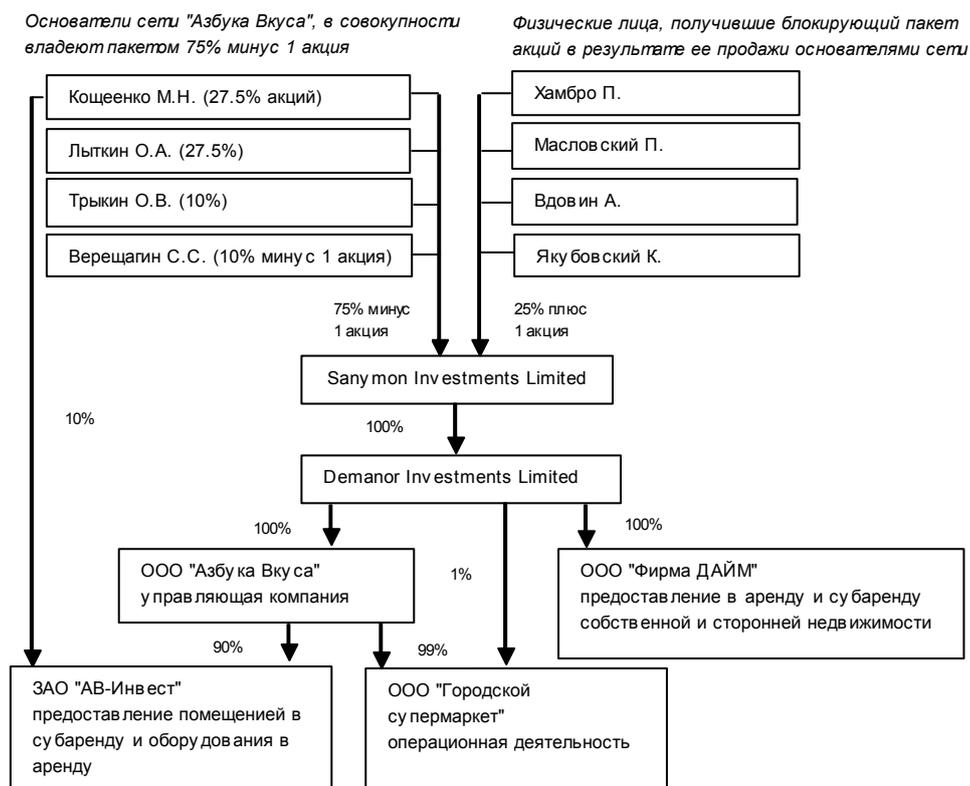
## СТРУКТУРА КАПИТАЛА И ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА АЗБУКИ ВКУСА

Уставный капитал ООО «Городской супермаркет» составляет 1 млн руб. 99% УК принадлежит поручителю по облигационному займу – ООО «Азбука Вкуса», 1% УК – компании «Деманор Инвестментс Лимитед». Основными конечными бенефициарами ООО «Азбука Вкуса» являются основатели Компании – Кощеенко М.Н. (27.5% акций), Лыткин О.А. (27.5%), Трыкин О.В. (10%) и Верещагин С.С. (10% минус 1 акция).

Конечными бенефициарами «Азбуки Вкуса» являются основатели Компании, а также бывшие владельцы «Экспобанка»

До марта 2008 года основатели Компании «Азбука Вкуса» владели ей в равных долях (по 25% акций). Двое из четырех основателей сети (Трыкин О.В. и Верещагин С.С.) для финансирования своего нового проекта - сети супермаркетов «Оливье» - приняли решение продать в совокупности 30%+1 акция. Кощеенко М.Н. и Лыткин О.А. купили по 2.5% акций, а остальной пакет (25%+1 акции) приобрели бывшие владельцы Экспобанка Питер Хамбро, Павел Масловский, Андрей Вдовин, Кирилл Якубовский. Новая торговая сеть «Оливье» будет развиваться независимо от «Азбуки Вкуса», соответственно, не будет финансироваться за счет денежного потока от ее операционной деятельности и учитываться в отчетности по МСФО.

Структура Группы компаний «Азбука Вкуса» по состоянию на июнь 2008 года



Источник: Данные компании

Генеральный директор ООО «Городской супермаркет» - Садовин Владимир Альбертович.

Генеральный директор ООО «Азбука Вкуса» - Кощеенко Максим Николаевич.

В состав Группы «Азбука Вкуса» входят, помимо оффшорных компаний (Sanymon Investments Limited и Demanor Investments Limited), 4 организации: ООО «Азбука Вкуса», ООО «Городской супермаркет», ЗАО «АВ-Инвест» и ООО «Фирма ДАЙМ».

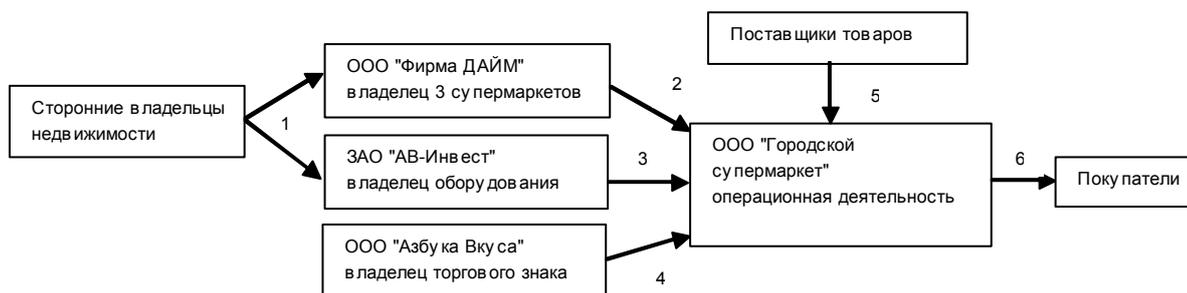
ЗАО «АВ-Инвест» арендует торговые помещения и предоставляет их в субаренду ООО «Городской супермаркет». Кроме того, ЗАО «АВ-Инвест» сдает в аренду собственное оборудование.

ООО «Фирма Дайм» владеет тремя супермаркетами «Азбука Вкуса» (ул. Валовая, 8/18; Можайское шоссе, 32; Проспект Мира, 58) и предоставляет их в аренду ООО «Городской супермаркет». Компания также владеет помещением по адресу ул. Рябиновая, где будет располагаться фабрика-кухня.

ООО «Городской супермаркет» (эмитент) - основная операционная компания Группы, генерирует 100% выручки холдинга.

ООО «Азбука Вкуса» (поручитель) является управляющей компанией холдинга и владельцем торговой марки, которую она предоставляет в аренду ООО «Городской супермаркет».

Операционная структура ГК «АЗБУКА ВКУСА»



1 – предоставление недвижимости в аренду

2 – предоставление трех супермаркетов в аренду, остальной недвижимости – в субаренду

3 – предоставление недвижимости в субаренду и оборудования – в аренду

4 – предоставление в аренду торгового знака

5 – поставки продовольственных и непродовольственных товаров, алкоголя

6 – продажа товаров

Источник: Данные компании

## БИЗНЕС-МОДЕЛЬ: ОРИЕНТАЦИЯ НА ПРЕМИАЛЬНЫЙ СЕГМЕНТ

В качестве своей целевой аудитории «Азбука Вкуса» рассматривает население с высоким уровнем дохода – от 3 тыс. долл. в месяц на каждого человека в семье. По данным компании, ядро целевой аудитории сети представлено покупателями в возрасте 34-45 лет. Типичный портрет покупателя супермаркетов «Азбука Вкуса» выглядит следующим образом: это успешно и много работающий человек, который нередко является владельцем бизнеса, открытый для экспериментов и, в том числе, для новинок в области продуктов питания, готовых блюд и услуг. В качестве потенциальной аудитории компания также рассматривает молодых покупателей в возрасте 26-33 лет, с чуть меньшим уровнем дохода (2-3 тыс. долл. на члена семьи в месяц), восприимчивых к новым тенденциям и новшествам и работающих в качестве менеджеров и предпринимателей. Покупатель премиальной сети «Азбука Вкуса» «находится» среди 10% наиболее обеспеченных жителей Москвы: среднемесячный доход 10% наиболее обеспеченных жителей Москвы составил около 130 тыс. руб. (в 2006 году), при этом нижней границей доходов каждого человека из этого сегмента является отметка в 58 тыс. руб.

По маркетинговым исследованиям «Азбуки Вкуса», в 2007 году потенциальный объем рынка («по спросу») составил 720 млн долл., или 2.5% от «организованного» розничного товарооборота продуктами питания в Москве. По оценкам менеджмента «Азбуки Вкуса», вследствие роста спроса населения на высококачественные продовольственные товары (в т.ч. деликатесы) и более высокий уровень сервиса, потенциальная доля премиального продуктового сегмента в 2008 году составит 3.5% от объема организованной продуктовой розницы. Предположительно, в 2009 году его доля достигнет 4%, что в абсолютном выражении составит 1.4 млрд долл.

Целевой аудиторией «Азбуки Вкуса» является население с высоким уровнем дохода – от 3 тыс. долл. в месяц на каждого человека в семье.

По оценкам менеджмента, потенциальный объем рынка премиальной продуктовой розницы составляет 2.5% от «организованного» розничного товарооборота продуктами питания в Москве, при этом по мере роста спроса населения на высококачественные продовольственные товары и более высокий уровень сервиса, доля этого сегмента достигнет 4% (в 2009 году)

*Розничная торговая сеть «Азбука Вкуса» развивается в формате гастроном («премиальный супермаркет»), отличительными особенностями которого являются:*

- **Уровень сервиса**, в т.ч. высокое качество обслуживания, персональный сервис для каждого покупателя, преобладание «прилавочной» торговли над самообслуживанием. Торговый персонал супермаркетов «Азбука Вкуса» дружелюбен и приветлив. Сотрудники супермаркетов «Азбука Вкуса» работают как продавцы-консультанты, способные дать покупателю исчерпывающую информацию о товаре, что является существенным отличием «Азбуки вкуса» от многих других розничных продуктовых сетей. Розничный формат «Азбуки Вкуса» подразумевает большое число дополнительных услуг, включая столы упаковки. В супермаркетах сети редко бывают очереди, что позволяет посетителям быстро и комфортно совершить покупку. Благодаря отлаженной системе логистики, компания поддерживает практически 100%-ное присутствие заявленного ассортимента на полках супермаркетов.
- **Месторасположение**: в центре города либо по пути следования к престижным пригородам и районам элитной застройки. Обеспеченные жители московского региона, как правило, не готовы тратить много времени на поездки по продуктовым магазинам и предпочитают приобретать продукты или готовые блюда в магазинах рядом с работой/домом, или по дороге с работы домой. Супермаркеты «Азбука Вкуса» расположены рядом с крупными транспортными магистралями (Проспект Мира, Комсомольский проспект, Кутузовский проспект, Ленинградский проспект, Ленинский проспект, Садовое кольцо), с новостройками бизнес-класса, бизнес-центрами, что обеспечивает постоянный поток клиентов.
- **Уникальный ассортимент**, наличие редких, высококачественных и эксклюзивных товаров, преобладание в ассортиментном портфеле деликатесной продукции и импортного товара, работа в высоком ценовом сегменте. Акцент в предлагаемой покупателям «продуктовой корзине» - на свежем товаре.
- **Оформление супермаркетов**. Супермаркеты сети «Азбука Вкуса» оформлены в едином стиле, подразумевающим создание камерной, уютной атмосферы, способствующей совершению покупок. Внутри торговых помещений - продуманные зонирование пространства и навигация, много свободного пространства, поддерживается оптимальная температура воздуха. Фирменный стиль сети был разработан при содействии известного британского брендингового агентства SCG London.
- **Круглосуточное время работы**. По данным менеджмента «Азбуки Вкуса», основной поток покупателей сети приходится на промежуток времени между 18:00 и 22:30. При этом, значительная часть покупателей, вследствие ненормированного рабочего графика, совершает покупки в супермаркетах сети в промежуток времени между 23:30 и 02:00, когда многие другие магазины уже закрыты. Супермаркеты сети работают в круглосуточном режиме, в том числе и во все праздничные дни.
- **Собственное кулинарное производство**, возможность заказать готовые блюда, не ограничиваясь стандартным меню. Компания рассматривает собственную кулинарию в качестве эффективного инструмента повышения лояльности клиентов и увеличения маржинальности бизнеса.
- **Высокий уровень торговой наценки и среднего чека**. Высокая торговая наценка в сегменте премиальной розницы является, с одной стороны, своеобразной платой за уникальный ассортимент, удобства и преимущества, который предоставляет премиальный супермаркет по сравнению с обычным магазином. С другой, она покрывает большие затраты на аренду площадей, оформление магазина, обучение и выплату зарплаты персоналу.

*Основными факторами, обеспечивающими востребованность бизнес-модели «Азбуки Вкуса», являются:*

- 1) наличие в Москве сформировавшейся обеспеченной прослойки населения (ядро целевой аудитории «Азбуки Вкуса»);
- 2) постепенное формирование прослойки среднего класса, которая в связи с продолжающимся ростом благосостояния все большее значение придает уникальному ассортименту и высокому уровню сервиса премиальных супермаркетов;
- 3) Смещение спроса в сторону высококачественных продуктов питания и готовой кулинарной продукции в среде потенциальной аудитории сети (26-33 года).

*Основными отличительными особенностями премиального ритейла, которым в полной мере соответствует «Азбука Вкуса», является уровень сервиса, месторасположение, уникальный ассортимент.*

*Наличие в Москве обеспеченной прослойки населения, постепенное формирование среднего класса и смещение спроса в сторону высококачественных продуктов питания (деликатесов) являются основными факторами, обеспечивающими востребованность бизнес-модели «Азбуки Вкуса»*

**ОСНОВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ СЕТИ СУПЕРМАРКЕТОВ «АЗБУКА ВКУСА»**

Розничная сеть «Азбука Вкуса» насчитывает 24 супермаркета, а также 1 торговый павильон. Три супермаркета сети (ул. Валовая 8/18, Можайское шоссе, 32, Проспект Мира, 58), торговый павильон, а также здание на Рябиновой улице в Москве, в котором будет расположена фабрика-кухня, находятся в собственности Группы. Рыночная стоимость этих объектов недвижимости составляет 29 млн долл. 22 супермаркета расположены в Москве и два – на границе с Москвой (на Рублево-Успенском шоссе, 2, на Рублевском шоссе, 85/1). В течение последних нескольких лет розничная сеть ежегодно расширяется в среднем на 5 торговых точек: в 2006 году открыто 5 супермаркетов, в 2007 году – 6. В текущем году уже открыт 1 супермаркет в Москве, при этом к 01.04.2009 (конец 2008 финансового года для ГК «Азбука Вкуса») розничную сеть планируется расширить еще на 6 супермаркетов до 30. В настоящее время общая площадь супермаркетов составляет 37.1 тыс. кв. м, торговая площадь – 17.9 тыс. кв. м.

«Азбука Вкуса» арендует площади под супермаркеты преимущественно на долгосрочной основе: средний срок договоров аренды варьируется в пределах 5-10 лет. Численность персонала сети составляет около 4 тыс. человек.

Количество супермаркетов «Азбука Вкуса» и темпы роста площадей в 2005-2008 гг.



Источник: Данные компании

Учитывая важность месторасположения супермаркета в рамках бизнес-модели сети, «Азбука Вкуса» пристальное внимание уделяет выбору мест под открытие новых супермаркетов. Торговые точки «Азбуки Вкуса» открываются в деловом центре столицы, в районах жилой застройки бизнес- и элит-класса, а также на пути следования с работы (как правило, в центре города) домой. Поскольку наиболее высокая концентрация жилья «премиум-класса» наблюдается в ЗАО, ЮЗАО и западном районе Подмосковья (в частности, в районе Рублево-Успенского шоссе), 8 из 24 супермаркетов «Азбука Вкуса» располагаются именно в этих районах.

Супермаркеты «Азбука Вкуса» расположены преимущественно (17 из 24) на первых этажах жилых или отдельно стоящих зданий (т.н. street-retail). Остальные торговые точки находятся в торговых центрах, при этом практически во всех их них (за исключением одного) «Азбука Вкуса» является якорным арендатором.

Из открытых в 2007 году 6 супермаркетов 3 соответствуют формату street-retail, 3 – располагаются в торговых центрах. «Новые» супермаркеты заметно отличаются по размеру торговых и общих площадей. Так, средняя площадь открытых в 2007 торговых точек сети 2.6 тыс. кв. м, средняя торговая площадь – 1.15 тыс. кв. м, что превышает средние значения по всем супермаркетам «Азбука Вкуса» на 68% и 54% соответственно. В результате, в 2007 году площадь всех супермаркетов выросла на 77.4% до 35.6 тыс. кв. м, торговая площадь – на 68.2% до 17 тыс. кв. м, опережая темпы роста в предыдущие годы.

База поставщиков ГК «Азбука Вкуса» является диверсифицированной – их общее количество превышает 400, при этом на долю крупнейшего приходится менее 2.5% от общего объема закупок в стоимостном выражении. «Азбука Вкуса» работает как напрямую с производителями, так и с посредниками (в случае если производители работают только через дистрибьюторов). Средний срок договора с поставщиками составляет 1 год с возможностью пролонгации. Как правило, закупочные цены пересматриваются на ежегодной основе. В настоящее время расчеты с поставщиками осуществляются с отсрочкой платежа на 1-2 мес.

Розничная сеть ГК «Азбука Вкуса» включает 24 супермаркета в Москве и ближайшем Подмосковье и 1 торговый павильон в Москве

Месторасположение супермаркетов «Азбука Вкуса» по состоянию на текущую дату

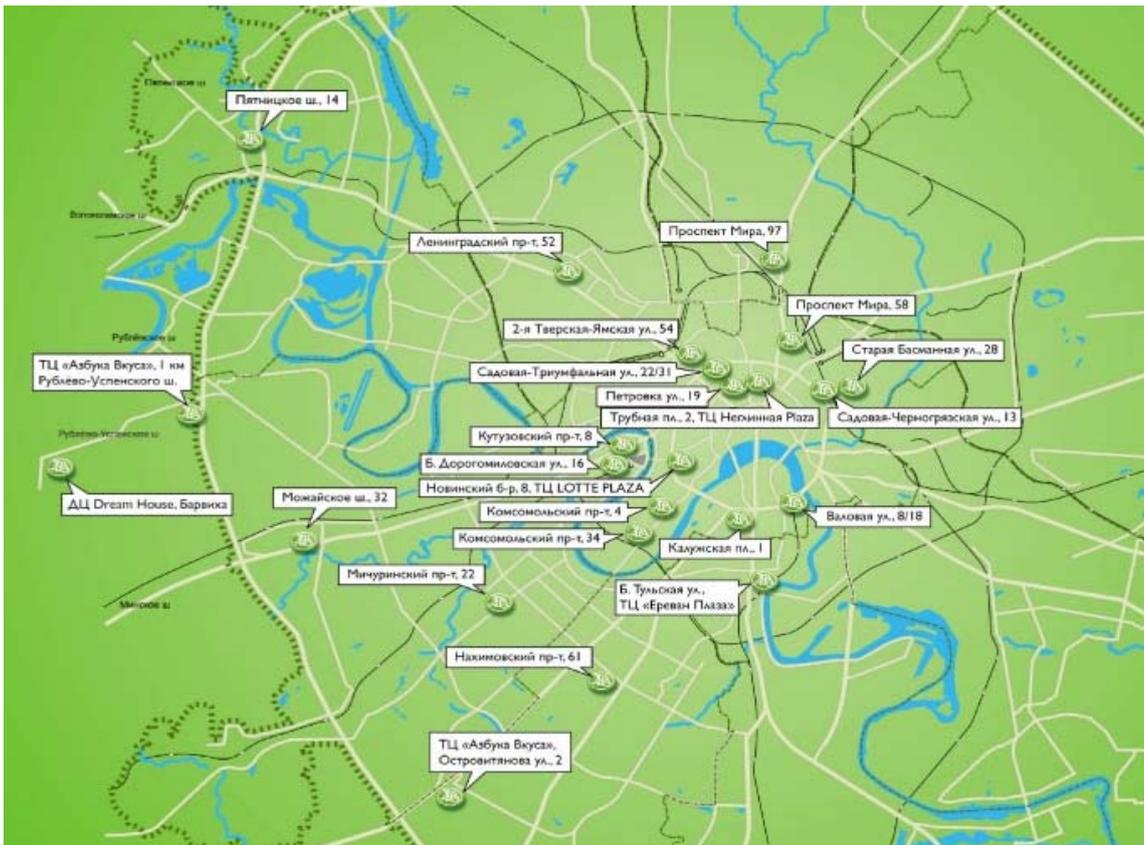
Месторасположение	Количество магазинов
ЦАО	12
ЗАО	4
ЮЗАО	2
МО (Рублево-Успенское шоссе, Барвиха)	2
СЗАО	1
САО	1
СВАО	1
ЮАО	1
<b>ИТОГО</b>	<b>24</b>

Источник: Данные компании



В 2007 году «Азбука Вкуса» открывала большие по площади супермаркеты, в результате чего площадь всех супермаркетов выросла на 77.4% до 35.6 тыс. кв. м, торговая площадь – на 68.2% до 17 тыс. кв. м.

Карта супермаркетов «Азбуки Вкуса»



Более 75% выручки по супермаркетам «Азбука Вкуса» приходится на продажу продовольственных товаров. Продажа алкогольной продукции формирует 15% выручки, непродовольственных товаров – 9% (по итогам 2007 года). В целом, структура выручки остается постоянной.

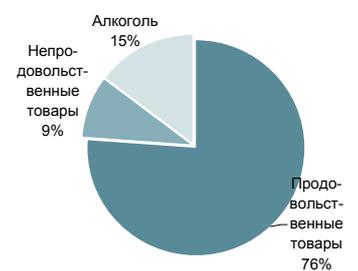
Продукция собственного производства составляет около 10%-15% в общем ассортименте. В настоящее время цеха собственного производства расположены в четырех супермаркетах: на Можайском шоссе, Садово-Триумфальной улице, на Кутузовском проспекте, Новинском бульваре. Во всех остальных супермаркетах организованы цеха «доготовки».

Супермаркеты сети «Азбука Вкуса»

Адрес	Дата открытия	В соб-ти/аренде	ТЦ/Стрит ритейл	Общая площадь, кв. м	Торговая площадь, кв. м	Средний чек, руб.
1 ул. Валуевая, д. 8/18	01.07.1997	В соб-ти	С	366	198	708
2 Можайское ш., д. 32	01.12.1998	В соб-ти	С	1317	680	1938
3 ул. Садовая-Триумфальная, д. 22/31, стр. 1	22.08.2001	Аренда	С	2245	690	1263
4 ул. Садовая-Черногрозская, д. 13/3, стр. 1	25.04.2003	Аренда	С	1077	363	828
5 ул. Большая Дорогомиловская, д. 16	03.10.2003	Аренда	С	893	430	1227
6 ул. Петровка, д. 19, стр. 1	08.12.2003	Аренда	ТЦ	496	318	386
7 Комсомольский пр., д. 34, стр. 1	15.04.2004	Аренда	С	1112	460	1123
8 Ленинский, вл. 18-20 (павильон)		В соб-ти	С	31	31	
9 Проспект Мира, д. 58	15.12.2004	В соб-ти	С	1417	780	1228
10 МО, Одинцовский р-он, д. Барвиха, д. 85/1, ТЦ "Дрим Хаус"	25.09.2005	Аренда	ТЦ	687	480	1786
11 Мичуринский проспект, д. 22, корп. 1	14.10.2005	Аренда	С	1410	700	1480
12 Нахимовский пр., д. 61	03.11.2005	Аренда	С	1027	464	994
13 ул. 2-я Тверская-Ямская, д. 54	23.11.2005	Аренда	С	1338	550	1193
14 Калужская пл., д. 1, корп. 2	27.10.2006	Аренда	С	1211	716	1161
15 Комсомольский пр., д. 4	01.12.2006	Аренда	С	883	660	963
16 ул. Большая Тульская, д. 13, ТЦ Ереван Плаза	23.12.2006	Аренда	ТЦ	1451	951	462
17 ул. Старая Басманная, д. 28/2	26.12.2006	Аренда	С	1301	544	962
18 Проспект Мира, д. 97	26.12.2006	Аренда	С	1828	1108	1233
19 Кутузовский пр., д. 8	06.02.2007	Аренда	С	1442	961	1798
20 Ленинградский пр., д. 52	15.02.2007	Аренда	С	805	360	1263
21 Пятницкое ш., д. 14	05.06.2007	Аренда	ТЦ	2517	720	1257
22 Рублево-успенское ш., д. 2	10.06.2007	Аренда	ТЦ	4944	2236	2277
23 Новинский бульвар, д. 8	01.09.2007	Аренда	ТЦ	2011	1240	615
24 ул. Островитянова, д. 2	05.09.2007	Аренда	С	3837	1390	1886
25 Трубная пл., д. 2	24.04.2008	Аренда	ТЦ	1433	900	653
<b>ИТОГО</b>				<b>37079</b>	<b>17930</b>	

Источник: Данные компании

Структура ассортимента «Азбуки Вкуса» в 2007 году (в денежном выражении)



Источник: Данные компании



## РЫНОК ПРЕМИАЛЬНОЙ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ И КОНКУРЕНТНАЯ СРЕДА

По итогам 2007 года розничный товарооборот продуктов питания по организованным форматам розничной торговли в Москве составил 28.8 млрд долл., увеличившись по сравнению с 2006 годом на 7.3%. В перспективе ближайших лет ожидается постепенное замедление московского рынка продуктовой розницы: к 2010 году темпы роста рынка уменьшатся до 6%.

В 2007 году доля рынка премиальной продуктовой розницы, рассчитанная как товарооборот продуктовых розничных сетей премиум-класса к организованному розничному товарообороту продуктов питания, составила 2.5%. Несмотря на вероятный рост доли премиальных супермаркетов в общем розничном товарообороте продуктами питания в Москве, постепенное замедление темпов роста московского рынка (с 7.3% в 2007 году до 6% в 2010 году) приведет к замедлению темпов роста и рынка премиальной розницы.

Темпы роста розничного товарооборота продуктами питания в Москве, в 2007-2010 гг.



Источник: Данные компании

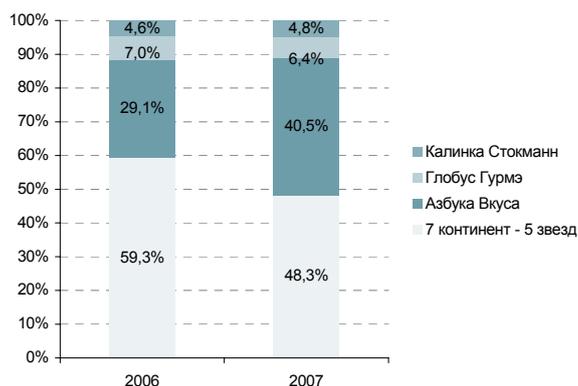
Учитывая высокую занятость работающего населения столицы, прослеживается тенденция увеличения в продуктовой корзине обеспеченных жителей готовой к употреблению пищи или полуфабрикатов. В результате, многие продуктовые ритейлеры увеличивают ассортимент готовых изделий собственного производства, что позволяет не только удовлетворить растущие потребности, но и увеличить маржинальность бизнеса, поскольку такая продукция характеризуется более высокой нормой прибыли по сравнению с обычным ритейлом.

«Азбука Вкуса» является второй по величине розничной сетью премиальных супермаркетов с долей рынка в стоимостном выражении более 40%, ненамного отставая от лидера рынка – развиваемой компанией «Седьмой Континент» сети «Седьмой Континент – 5 звезд», занимающей 48% рынка и объединяющей по состоянию на 1 января 2008 года 31 магазин. Помимо «Азбуки Вкуса» и «Седьмого Континента – 5 звезд», в сегменте «премиум» позиционируют себя следующие сети: «Глобус Гурмэ» (8 бутиков, из которых 5 расположены в Москве, 2 – в Московской области, 1 – в Санкт-Петербурге) и «Калинка Стокманн» (3 магазина). Учитывая сравнительно небольшую долю населения Москвы, являющейся потенциальными клиентами премиальных магазинов, их общее количество заметно отстает от «массовых форматов».

Стоит отметить, что в 2007 году доля рынка «Азбуки Вкуса» выросла с 29.1% до 40.5% как следствие расширения сети на 6 супермаркетов, с одной стороны, и замедления темпов роста лидера рынка: в прошлом году «Седьмой Континент» открыл только 1 магазин класса премиум.

Прямым конкурентом «Азбука Вкуса» считает продуктовые бутики «Глобус Гурмэ», которые также отличаются широким ассортиментом эксклюзивных продуктов и акцентом на собственной кулинарии. Средний чек по московским бутикам «Глобус Гурмэ» превышает чек в супермаркетах «Азбука Вкуса». Преимуществом сети «Азбука Вкуса» перед «Глобус Гурмэ» является более широкий охват: в Московском регионе расположены 7 продуктовых бутиков «Глобус Гурмэ», в то время как количество супермаркетов «Азбука Вкуса» заметно больше (24).

Структура московского рынка премиальной розницы в разрезе компаний в стоимостном выражении, 2006-2007 гг.



Источник: Данные компании

«Азбука Вкуса» является второй по величине розничной сетью премиальных супермаркетов с долей рынка в стоимостном выражении более 40%

В прошлом году рыночные позиции «Азбуки вкуса» заметно укрепились на фоне активного расширения сети и при этом замедления темпов роста лидера рынка

Несмотря на то, что сеть «Седьмой Континент – 5 звезд» включает в себя большее число торговых точек, чем «Азбука Вкуса», по мнению менеджмента компании, она ассоциируется у потребителя с обычными универсамами «Седьмой Континент» и в меньшей степени удовлетворяет критериям бизнес-модели «премиум».

«Азбука Вкуса» четко вписывается в формат премиальной продуктовой розницы, отличается широким охватом сети и предлагает потребителям продукты разного ценового диапазона, что позволяет ей четко занимать свою нишу и выделяться среди конкурентов.

Наибольшее число премиальных магазинов расположено в пределах Третьего транспортного кольца. В 2007 году было открыто 10 «премиальных» торговых точек в результате, главным образом, расширения сетей «Азбука Вкуса» и «Глобус Гурмэ». В настоящее время общее количество премиальных магазинов превышает 60. Кроме того, «X5 Retail Group» планирует вывести на рынок сеть премиальных универсамов «Зеленый Перекресток». Первую торговую точку планируется открыть летом 2008 года в Ростове-на-Дону. По результатам работы первого магазина «X5 Retail Group» собирается открыть не менее 10 универсамов в Москве и городах юга России (Краснодар, Сочи). Помимо конкуренции «за покупателя», у розничных сетей формата «премиум» обостряется борьба за свободные торговые площади, количество которых в Москве ограничено.

## СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ БИЗНЕСА

Розничная сеть «Азбука Вкуса» в дальнейшем по-прежнему планирует развиваться в формате «премиальных супермаркетов». Ежегодно, вплоть до 2011 года, Азбука Вкуса намерена открывать не менее 4-6 супермаркетов в Москве.

В декабре 2008 года, перед новогодними праздниками, на которые приходится «пик» продаж, «Азбука Вкуса» планирует открыть не менее трех супермаркетов, которые будут находиться в местах расположения жилых комплексов премиум-класса либо по пути с работы домой. **Супермаркет на Новорижском шоссе, за МКАД** по направлению в область будет рассчитан на жителей элитных поселков Московской области, которые возвращаются с работы домой. Обеспечение продуктами одного из наиболее престижных для проживания районов Москвы возьмет на себя **супермаркет, открываемый в ТЦ «Баркли-Плаза»** в районе Остоженки. **Супермаркет на Ленинском проспекте д. 87** рассчитан на «проезжающих мимо» и проживающих в этом районе москвичей и удовлетворит недостаток в продуктовых магазинах района. Супермаркет на ул.Гризодубова (Северный административный округ столицы) обеспечит нужды жителей близлежащих домов ж/к «Гранд Парк».

*В дальнейшем, «Азбука Вкуса» планирует по-прежнему развиваться в формате «премиальных супермаркетов», ежегодно открывая в Москве не менее 4-6 супермаркетов.*

*Новые супермаркеты по расположению будут соответствовать принципу максимальной доступности для целевой аудитории*

Характеристика супермаркетов, которые планируется открыть в 2008-2009 гг.

Номер супермаркета	Планируемая дата открытия	Местонахождение	Общая площадь, кв. м	Торговая площадь, кв. м
25	дек.08	Москва, Баркли-Плаза (Пречистенская наб., 17)	-	-
26	дек.08	Москва, Ленинский проспект, 87	1185	691
27	дек.08	Новорижское шоссе	2203	1100
28	Не определена	Москва, ул. Гризодубова, д 1 (близко от м.Полежаевская, рядом с Ходынским полем)	1470	650
29	Не определена	Киев, Бульвар Леси Украинки, д.23	1158	636
30	Не определена	Киев, Оболонские Липки, проспект Героев Сталинграда 8	1100	600
31	Не определена	Москва, ТЦ "Беляево"	1500	850
Среднее			1436	755

Источник: Данные компании

Помимо открытия новых супермаркетов в Москве, ГК «Азбука Вкуса» планирует выход в региональные центры (Екатеринбург, Самара) и страны СНГ (Киев, Алматы). Стратегия региональной экспансии обусловлена следующим. Темпы роста премиальной розничной торговли в Москве будут постепенно замедляться, а конкуренция на рынке – усиливаться. Несмотря на тот факт, что в Москве концентрация потенциальных клиентов сети «Азбука Вкуса» максимальная, в регионах и столицах стран СНГ сегодня также проживает и/или работает немало обеспеченных людей, которые испытывают потребность в современных супермаркетах, предлагающих широкий, высококачественный ассортимент и высокий уровень сервиса. При этом, учитывая относительно невысокую долю «организованной» розничной торговли в городах планируемого присутствия «Азбуки Вкуса» по сравнению с Москвой, а также несоответствие некоторых позиционирующихся в классе «премиум» магазинов всем требованиям к этому сегменту, конкуренция в премиальном сегменте является в

*Кроме экспансии в Москве, ГК «Азбука Вкуса» планирует обеспечить свое присутствие в региональных центрах (Екатеринбург, Самара) и странах СНГ (Киев, Алматы), где, с одной стороны, проживает и/или работает немало обеспеченных людей, а с другой сохраняется невысокий уровень конкуренции в премиальном сегменте*

настоящее время невысокой. В связи с этим, Азбука Вкуса планирует не только открывать супермаркеты в российской столице, но также активно осваивать новые, далекие от насыщения рынки.

*Выбор приоритетных городов присутствия сделан на основании проведенных исследований и определялся численностью населения, наличием торговой недвижимости, существованием богатой прослойки населения, концентрацией в одном районе жилья бизнес-класса.*

В качестве потенциального региона присутствия рассматривается Санкт-Петербург, однако намерения менеджмента пока не могут реализоваться вследствие отсутствия торговой недвижимости в точках, подходящих под премиум-формат. Кроме того, в Санкт-Петербурге, по данным менеджмента, сложившаяся на сегодня модель потребления в большей степени ориентирована на покупку «экономичных» продуктов в гипермаркетах или магазинах формата «дискаунтер». Согласно исследованиям компании, в настоящее время концентрация целевой для премиальных сетей аудитории покупателей в Санкт-Петербурге недостаточна, что может существенно увеличить сроки окупаемости торговых точек. Выход за пределы Урала (Новосибирск, Красноярск) в связи с вероятным возникновением проблем с логистикой пока не рассматривается.

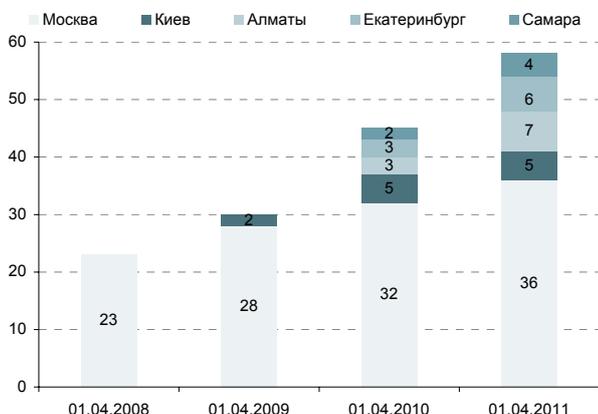
1) В текущем году «Азбука Вкуса» планирует открыть 2 супермаркета в **Киеве** общей площадью 2.3 тыс. кв м и торговой площадью 1.2 тыс. кв м. «Азбука Вкуса» уже заключила предварительные договора аренды площадей под супермаркеты (Бульвар Леси Украинки, д.23 и Оболонские Липки, проспект Героев Сталинграда, 8). К концу 2009 финансового года (заканчивается 31 марта 2010 года) «Азбука Вкуса» планирует довести общее количество торговых точек до 5. Новые супермаркеты по расположению будут соответствовать принципу максимальной доступности для целевой аудитории (месторасположение - либо в центральной части города, либо по дороге из центра в элитные жилые районы).

В настоящее время оборот розничной торговли в Киеве растет довольно высокими темпами, 28%-30% в год, намного опережая темпы роста московского рынка. Доля цивилизованной торговли составила в 2006 году 46.8% (в 2005 году – 44.4%), а в 2008 году ожидается на уровне более 50%.

По данным компании, потенциальный оборот премиального продуктового ритейла в общем объеме розничной торговли продуктами питания в Киеве находится на сопоставимом с московским уровне, составляя 2.5%, что транслируется в абсолютном выражении в 70.4 млн долл. (за 2008 год).

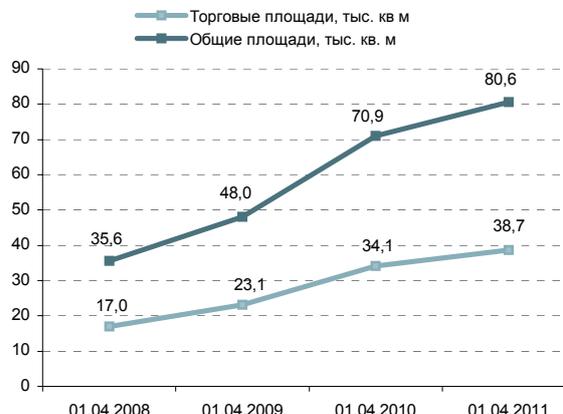
В настоящее время на рынке премиальной розничной торговли присутствует только небольшая сеть «Фуршет-Гурман». Открытие супермаркетов «Азбука Вкуса» в стратегически важных местах позволит российскому холдингу привлечь клиентов других премиальных магазинов, а также удовлетворить потребности обеспеченного населения столицы Украины, которым по разным причинам не удобно добираться до других торговых точек. «Азбука Вкуса» планирует в ближайшие несколько лет стать лидером в сегменте премиальной розничной торговли г. Киева: к 2009 году Группа планирует занять 45% рынка, а к 2010 году довести свою долю до 70%.

Количество супермаркетов сети «Азбука Вкуса» в 2008-2011 гг. в региональном разрезе



Источник: Данные компании

Торговые и общие площади супермаркетов «Азбука Вкуса» в 2008-2011 гг.



Источник: Данные компании

**2) Алматы.** В 2009-2010 гг «Азбука Вкуса» планирует открыть 3 супермаркета в этом втором по значимости после столицы городе Казахстана, а в 2010-2011 гг – еще 4. Средняя зарплата жителей Алматы, общая численность которых достигает 1.3 млн человек, составляет 17 тыс. руб. в мес. Доходы порядка 5-10% жителей составляют более 3 тыс. долл. на человека в месяц. В настоящее время в Алматы отсутствует сетевая розничная торговля, в полной мере соответствующая формату «премиум». Кроме того, сама доля организованного ритейла, по различным оценкам, колеблется от 5% до 20% и имеет существенный потенциал роста. Учитывая эти факторы, ГК «Азбука Вкуса» к 2010 году планирует стать лидером в сегменте премиальной розницы, намереваясь занять 58% рынка.

**3) Екатеринбург.** Екатеринбург занимает третье место среди областных центров по товарообороту (после Москвы и Санкт-Петербурга) и характеризуется довольно высоким уровнем организованной торговли (более 50%). В Екатеринбурге постепенно развивается премиальный розничный сегмент – в городе находятся сети «Купец», магазины «S-класс» и «СВ-2000». В связи с этим, планы «Азбуки Вкуса» по размеру рыночных позиций на этом рынке менее агрессивные: Группа планирует занять 31.7% рынка, открыв в Екатеринбурге 6 супермаркетов.

Размер рынков «планируемого охвата» и предполагаемая доля Азбуки Вкуса на этих рынках в 2008-2010 гг.

	Потенциальный рынок премиальных супермаркетов, млн долл.*			Предполагаемая доля рынка АВ		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
Москва	940,0	1185,0	1373,8	42,0%	49,1%	56,6%
Киев	70,4	84,9	99,7	6,2%	53,7%	70,6%
Алматы	н/д	73,1	78,8	-	13,6%	58,2%
Самара	н/д	66,0	72,0	-	14,0%	41,3%
Екатеринбург	н/д	143,0	162,0	-	9,70%	31,70%

\* - потенциальный рынок премиальных супермаркетов рассчитывался в Киеве, Алматы, Самаре и Екатеринбурге как 2.5% от предполагаемого розничного товарооборота продуктами питания.

Источник: Данные компании

**4) Самара.** Самара с численностью населения 1.1 млн человек входит в число лидеров среди региональных центров по обеспеченности торговыми площадями на душу населения и при этом характеризуется довольно большим товарооборотом. В течение последних лет в Самаре, как и в других городах России, растет доля современных форматов в товарообороте (в настоящее время ее уровень достигает 30%-35%). Эти факторы создают хорошие возможности для появления на рынке розничной сети «Азбука Вкуса», которая к 2010 году собирается занять более 41% потенциального рынка премиум-ритейла рынка Самары.

Помимо региональной экспансии, «Азбука Вкуса» планирует реализовать ряд проектов, направленных на увеличение рентабельности бизнеса и стимулирование продаж. В частности, будет запущено **централизованное производство собственной кулинарии на фабрике-кухне**, которую планируется открыть в марте 2009 года в Москве на Рябиновой улице (рядом с МКАД). Изначально, фабрику планировалось открыть в июне 2008 года в т.ч. за счет части средств кредита ЕБРР (10 млн долл. из общего объема кредита - 50 млн долл.). Вследствие изменения структуры собственности в марте 2008 года и последовавшей технической работы (необходимости изменения пакета документов, их согласования и т.д.) сроки выдачи кредита ЕБРР и сроки запуска новой фабрики были перенесены. В июле 2008 года «Азбука Вкуса» получила первый транш кредита объемом 40 млн долл., который она направит на рефинансирование текущих кредитов от «Экспобанка». Второй транш кредита, в соответствии с условиями договора, будет получен после высвобождения залогов (по кредитам «Экспобанка») и после подписания отчетности по МСФО. Эти средства в размере 10 млн долл. являются целевыми и будут направлены на закупку оборудования для фабрики-кухни. Фабрика-кухня будет находиться в собственности ГК «Азбука Вкуса».

*Помимо расширения сети, в число приоритетных проектов «Азбуки Вкуса» входят организация фабрики-кухни и выполнение заказов с доставкой, реализация которых направлена на увеличение рентабельности бизнеса и стимулирование продаж*

Фабрика-кухня будет производить кондитерские изделия и выпечку, готовые мясные и рыбные блюда, заготовки для салатов. После ее открытия на ул.Рябиновая будут перенесены производственные мощности трех производственных цехов, тем не менее цеха доготовки по-прежнему останутся в каждом супермаркете.

Запуск фабрики позволит не только существенно увеличить долю продукции с высокой добавленной стоимостью (с 10% до 17% в выручке), но и привлечь новых покупателей, стремящихся попробовать новинки собственного производства от «Азбуки Вкуса».

В стадии разработки находится ряд других проектов: открытие летних кафе при супермаркетах, в частности, в ТЦ «Dream House» в поселке «Барвиха», организация

выездного обслуживания бизнес-центров (кейтеринг), сервис по доставке продуктов на заказ и диверсификация торгового формата сети.

Общий объем инвестиционной программы на 2008 финансовый год составляет 55.6 млн долл., в т.ч. 30 млн долл. будут направлены на открытие 7 супермаркетов, 10 млн долл. – на дооснащение фабрики-кухни. Инвестиционные потребности в размере 40 млн долл. предполагается профинансировать за счет заемных средств (второй транш кредита ЕБРР в размере 10 млн долл. и часть средств облигационного займа на сумму 700 млн руб., или 30 млн долл.), остальную часть – за счет собственных ресурсов. В 2009 году инвестиции планируются на уровне 62 млн долл., при этом их финансирование будет осуществляться преимущественно за счет собственных средств.

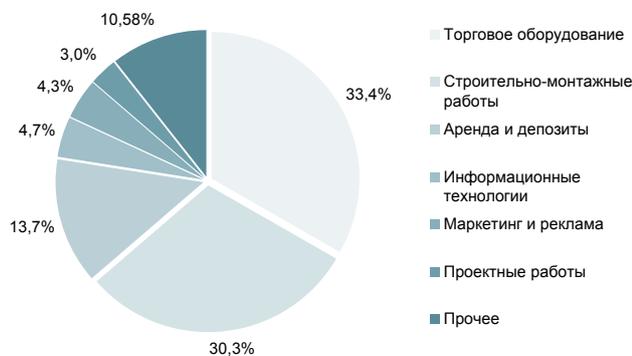
## ЗАТРАТЫ НА ОТКРЫТИЕ СУПЕРМАРКЕТА

Ориентация на премиальную бизнес-модель обуславливает существенные инвестиции в открытие супермаркета и является основной причиной того, что «Азбука Вкуса» работает преимущественно на арендуемых площадях: в настоящее время в аренде находится 21 супермаркет из 24. В 2006-2007 гг. затраты на открытие одной торговой точки варьировались в диапазоне 3.2-13.5 млн долл., при этом в среднем на открытие супермаркета ГК «Азбука Вкуса» направляла 5.8 млн долл. Без учета самого большого объекта (Торгового Центра «Азбука Вкуса» на Рублево-Успенском шоссе площадью 5 тыс. кв м), средние затраты составили 5.1 млн долл.

*Ориентация на премиальную бизнес-модель обуславливает существенные инвестиции в открытие супермаркета и является основной причиной того, что «Азбука Вкуса» работает преимущественно на арендуемых площадях*

Структура затрат на открытие одного супермаркета относительно постоянна: основные расходы приходятся на закупку торгового оборудования (33.4%) и строительно-монтажные работы (30.3%). Большие расходы на эти статьи обусловлены тем, что при отделке супермаркетов используется дорогие материалы (мрамор, итальянская плитка), в цехах «доготовки» устанавливается дорогое технологическое оборудование. Третьей по размеру статьей затрат (13.7%) являются арендная плата и первоначальные депозиты, выплачиваемые владельцу торговой недвижимости.

Средняя структура затрат на открытие супермаркета «Азбука Вкуса»

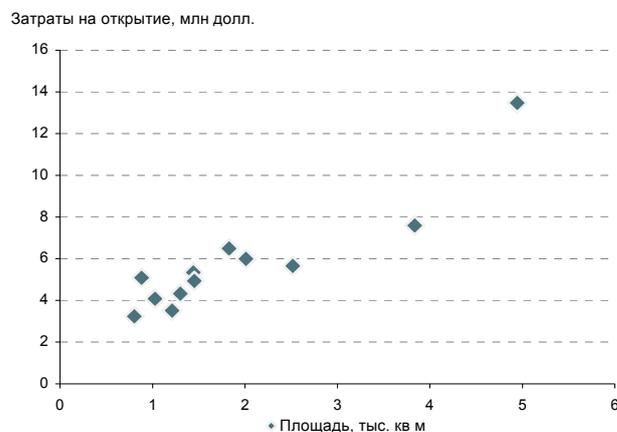


Источник: Данные компании

По сравнению с сетью «Седьмой Континент-5 звезд», затраты на открытие одного супермаркета «Азбука Вкуса» гораздо выше: средние затраты на открытие магазина «Седьмой Континент - 5 звезд» составляют 1-2 млн долл. По данным менеджмента, различия в затратах на открытие супермаркета «Седьмой Континент - 5 звезд» обусловлены, главным образом, следующим. В настоящее время в трех супермаркетах «Азбука Вкуса» расположены производственные цеха, в остальных торговых точках – «цеха доготовки», которые оснащаются дорогим высокотехнологичным иностранным оборудованием. У «Седьмого Континента» есть своя централизованная фабрика-кухня, что позволяет компании существенно экономить затраты на открытие супермаркетов.

По оценкам менеджмента «Азбуки Вкуса», в перспективе ближайших лет средняя стоимость открытия супермаркетов уменьшится, чему будет способствовать ряд факторов:

Общая площадь и затраты на открытие супермаркетов в 2006-2007 гг.



Источник: Данные компании

- выход на региональные рынки и в страны СНГ, где стоимость аренды, рабочей силы и затрат на строительные-монтажные работы ниже, чем в Москве. По оценкам менеджмента, затраты на открытие одного супермаркета в Киеве, Алмате, Екатеринбурге и Самаре составят 3-3.5 млн долл.
- Открытие фабрики-кухни, что позволит существенно сократить затраты на открытие одного супермаркета в Москве. На арендуемых площадях по-прежнему будут располагаться цеха доготовки, однако после открытия фабрики-кухни не потребуются приобретение большого количества дорогостоящего оборудования.

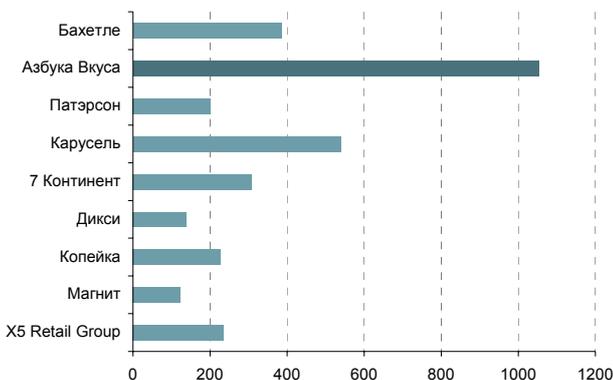
Кроме того, по оценке холдинга, площади открываемых в 2008-2009 гг. супермаркетов будут меньше, что позволит сократить затраты на них по сравнению с 2007 годом, когда открывались преимущественно большие торговые точки.

## ОПЕРАЦИОННЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РОЗНИЧНОЙ СЕТИ «АЗБУКА ВКУСА»

Ориентация на премиум-сегмент обуславливает высокую торговую наценку на предлагаемый ассортимент, которая в супермаркетах «Азбука Вкуса» превышает 70%, а также большой по сравнению с другими представленными на долгом рынке ритейлерами размер среднего чека. Так, по итогам 2007 года средний чек по супермаркетам «Азбука Вкуса» составил 1053 руб. (за 2006 год – 886 руб.), при этом за первые пять месяцев 2008 года его значение достигло 1255 руб.

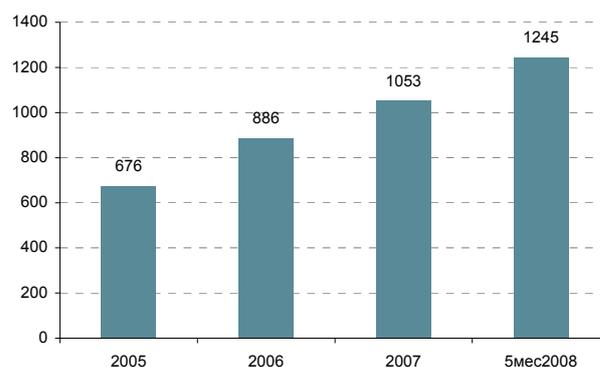
*«Азбука Вкуса» намного опережает других представленных на долгом рынке ритейлеров по размеру среднего чека*

Средний чек по продуктовым ритейлерам в 2007 году



Источник: Данные компании

Значение среднего чека в супермаркетах «Азбука Вкуса» в 2005-2008 гг.



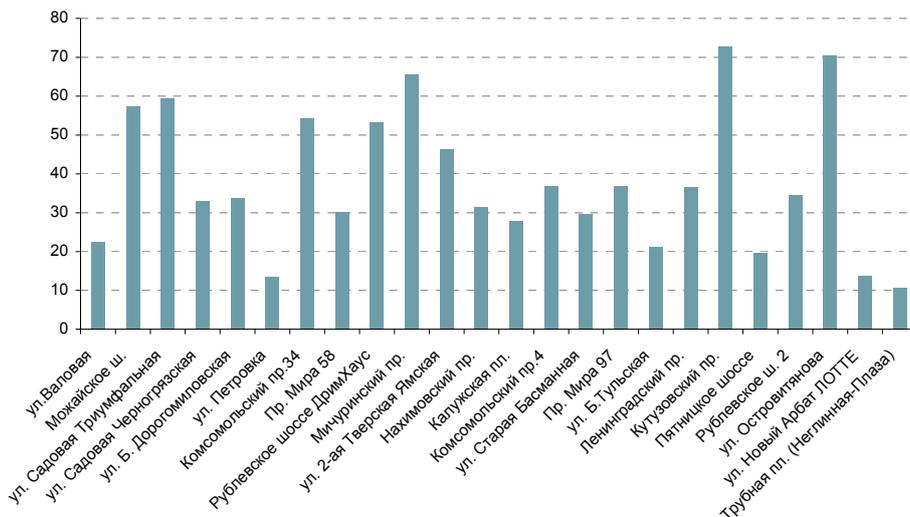
Источник: Данные компании

Вплоть до 2007 года средний срок окупаемости одного супермаркета составлял 2 года. Открытие больших по площадям супермаркетов в прошлом году, и соответственно, рост затрат на открытие, привели к удлинению срока окупаемости по новым торговым точкам с двух до трех лет.

*Открытие больших по площадям супермаркетов в 2007 году привело к удлинению срока окупаемости по новым торговым точкам с двух до трех лет*

По оценке менеджмента, средняя плановая выручка по супермаркетам «Азбука Вкуса» составляет около 30 млн. руб. в месяц. Средний срок выхода на планируемые показатели выручки – 6 месяцев.

Выручка по супермаркетам «Азбука Вкуса» в мае 2008 года, млн руб.

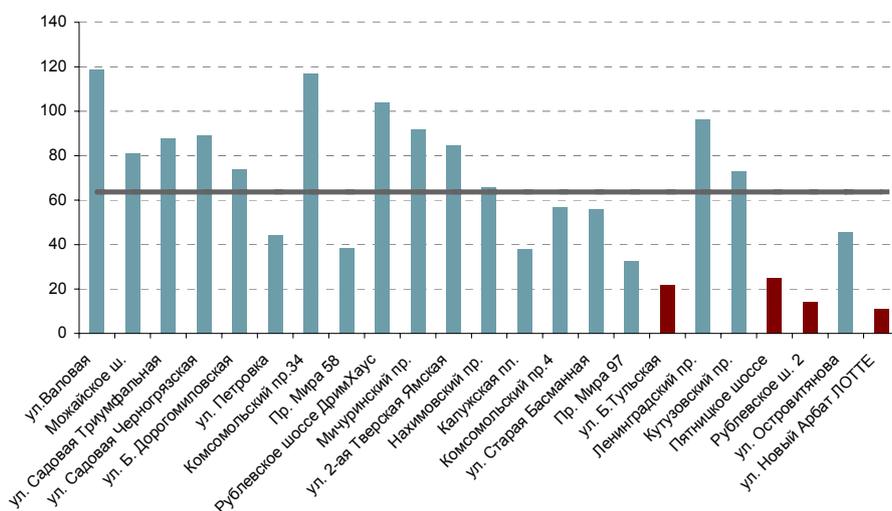


Источник: Данные компании

Учитывая сильную разницу в торговых площадях по супермаркетам «Азбука Вкуса», которая варьируется в диапазоне от 198 кв. м до 2236 кв. м, наиболее корректным показателем для анализа эффективности супермаркетов «Азбука Вкуса» является отношение среднемесячной выручки по каждому супермаркету к его торговой площади.

В настоящее время к супермаркетам, торговые площади которых «генерируют» максимальную выручку, относятся торговые точки на ул. Валовая, Комсомольском проспекте, 34, Рублевском шоссе в ТЦ Dreamhouse, Ленинградском проспекте. В общей массе «эффективных» супермаркетов выделяется несколько «проблемных» супермаркетов. Их отличительной особенностью является расположение в торговых центрах. Небольшая выручка с квадратного метра площади в этих торговых точках обусловлена, главным образом, неудобством подъезда или навигации в этих торговых центрах. Это ограничивает поток обеспеченных жителей, для многих из которых подобные факторы критичны.

Среднемесячная выручка (без НДС) на 1 кв. м торговой площади за 5 мес. 2008 года по супермаркетам «Азбука Вкуса», тыс. руб.



Источник: Данные компании

В целях увеличения числа покупателей и роста выручки с квадратного метра площади по «проблемным» супермаркетам менеджмент «Азбуки Вкуса» предпринимает комплекс мер. В частности, на площадях супермаркетов планируется создавать «детские отделы». С помощью этой дополнительной услуги «Азбука Вкуса» намерена более активно привлекать семейных покупателей. Компания также планирует начать выполнение

заказов с доставкой, в т.ч. за счет реализации товарных запасов в «проблемных» торговых точках. В целом, выход на планируемый уровень продаж этих супермаркетов намечен на 4 квартал 2008 года – 1 квартал 2009 года.

#### Причины невысокой выручки с метра площади в «проблемных» супермаркетах и меры по стимулированию продаж

Адрес супермаркета	Причины возникновения проблем	Меры по стимулированию продаж*
ул. Большая Тульская, 13 (ТЦ "Ереван Плаза")	Неудобные подъезды и парковка, большое количество нецелевой аудитории, отсутствие алкогольной лицензии, отсутствие кондиционера	Получение алкогольной лицензии и организация кондиционирования воздуха в 1 половине 2008 года, договоренность с собственником о снижении процентной ставки
Новинский бульвар, 8 (ТЦ "Лотте Плаза")	Неудобный въезд на паркинг, неудобная навигация, отсутствие фасадной вывески "Азбука Вкуса"	Проведение переговоров с арендодателем о снижении арендной ставки и совместная работа по рекламе
Рублевско-успенское шоссе, 2	Неудобный подъезд	На площадях супермаркета планируется создавать "детские отделы", в результате - более активное привлечение семейных покупателей
Пятницкое шоссе, 14	Перенос сроков заселения жилого комплекса рядом с магазином на осень 2008 года	По данным компании, в настоящее время супермаркет уже вышел на планируемую выручку, при этом заселение жилого комплекса будет способствовать росту выручки

\* - перечень мер не включает организацию доставки, что позволит увеличить выручку по всем «проблемным» супермаркетам

Источник: Данные компании

В целом, выручка на 1 кв. м торговой площади во многом зависит от сезонности. На декабрь ежегодно приходится пик продаж, кроме того, одним из лидирующих по объемам продаж месяцев также является март. Летом, когда многие клиенты «Азбуки Вкуса» уезжают отдыхать, продажи снижаются. Соответственно, выручка с 1 кв. м торговой площади может достичь годового минимума.

*Продажи в супермаркетах «Азбука Вкуса» подвержены фактору сезонности: пик приходится на декабрь, а летом, в сезон отпусков, продажи снижаются*

#### Показатели выручки с 1 кв. м торговой площади в 2005-2008 гг., тыс. руб. в месяц



Источник: Данные компании

В 2007 году средняя выручка на 1 кв. м торговой площади уменьшилась по сравнению с уровнем 2006 года, что обусловлено, главным образом, открытием 10 супермаркетов «Азбука Вкуса» в декабре 2006-октябре 2007 года. Кроме открытия большого количества торговых точек, которые еще не вышли на проектную мощность, давление на показатель выручки и метра торговой площади оказал более медленный по сравнению с ожиданиями менеджмента выход на плановые показатели выручки некоторых новых супермаркетов «Азбука Вкуса».

## ФИНАНСЫ

По итогам 2007 финансового года, который у ГК «Азбука Вкуса» закончился 31 марта 2008 года, холдинг подготовил неаудированную отчетность по международным стандартам. В настоящее время Ernst & Young проводит аудит вступительного баланса ООО «Азбука Вкуса» на 01.04.2008 года, при этом в следующем году (по предварительным оценкам, летом 2009 года) будет подготовлена аудированная отчетность по Группе за 2008 финансовый год.

За 2006 календарный год ГК «Азбука Вкуса» подготовила управленческую отчетность. За 2007 финансовый год планировалось выпустить отчетность по МСФО, аудированную одной из компаний «большой четверки». Однако затягивание сроков подготовки

*По итогам 2007 финансового года ГК «Азбука Вкуса» подготовила неаудированную отчетность по МСФО. В настоящее время Ernst & Young проводит аудит вступительного баланса ООО «Азбука Вкуса», при этом аудированная отчетность по Группе будет*

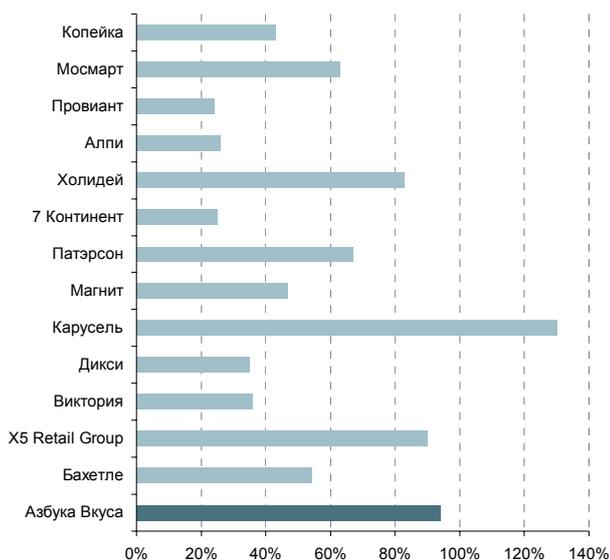
отчетности со стороны аудиторской компании стало причиной прекращения работы с ней и, как следствие, отсутствия аудированной отчетности за 2007 финансовый год. В результате, базой для сравнения выручки за 2007 финансовый год выступает выручка за 2006 финансовый год (рассчитанная по стандартам МСФО), для сравнения уровня рентабельности за 2007 финансовый год – управленческие данные за 2006 календарный год.

По итогам 2007 финансового года выручка ГК «Азбука Вкуса» выросла по сравнению с 2006 финансовым годом на 94% до 334.3 млн долл. По сравнению с другими представителями продуктового ритейла, имеющими публичные долговые обязательства, ГК «Азбука Вкуса» демонстрирует впечатляющие темпы роста, занимая по этому показателю второе место после сети гипермаркетов «Карусель».

подготовлена за 2008  
финансовый год

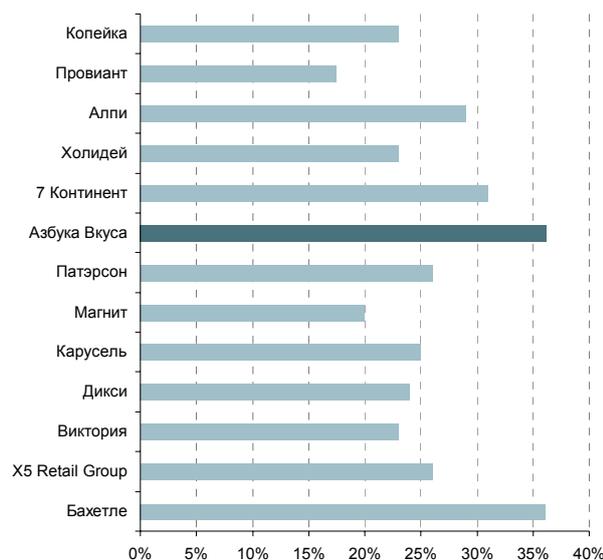
В 2007 финансовом году выручка ГК «Азбука Вкуса» выросла на 94% до 334.3 млн долл., по темпам роста опередив большинство компаний продуктового ритейла

Темпы роста компаний продуктового ритейла в 2007 году



Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

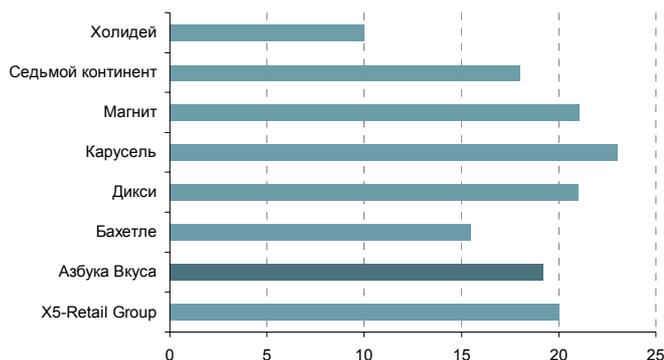
Валовая рентабельность компаний продуктового ритейла в 2007 году



Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Основными причинами роста выручки стали 70%-ный рост торговых площадей (в 2007 календарном году) и 15%-ного рост сопоставимых продаж. Мы отмечаем, что, в целом, динамика сопоставимых продаж по «Азбуке Вкуса» соответствует среднему значению по отрасли.

Динамика сопоставимых продаж по компаниям продуктового ритейла в 2007 году



Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Открытие новых супермаркетов и рост сопоставимых продаж (LFL), по данным компании, станут основными факторами роста выручки «Азбуки Вкуса» в перспективе. По итогам 2008 финансового года Группа планирует увеличить выручку, по консервативной оценке, на 33% до 445 млн долл., а к 2009 году удвоить ее текущее значение (прогноз по выручке составляется по расчетному курсу 1 долл.=27 руб.). В более долгосрочной перспективе выполнение прогноза будет зависеть от успеха реализации стратегии региональной экспансии, в частности, от территориального расположения супермаркета и наличия спроса.

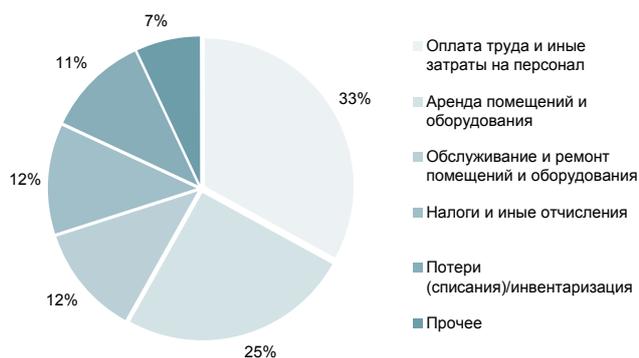
К 2009 году, по консервативным оценкам менеджмента, выручка холдинга вырастет в 2 раза по сравнению с ее текущими значениями

Ориентация исключительно на премиальную бизнес-модель является ключевым отличием «Азбуки Вкуса» от других представленных на рынке компаний продуктового ритейла и обуславливает более высокую по сравнению со многими другими эмитентами валовую рентабельность. По итогам 2007 финансового года валовая рентабельность составила 36% против среднего уровня по отрасли продуктового ритейла – 26%.

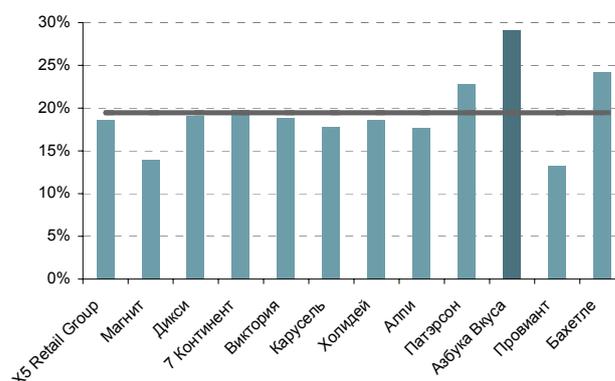
*Ориентация на премиальную модель бизнеса обуславливает более высокую по сравнению со многими другими эмитентами валовую рентабельность.*

Предусмотренная форматом необходимость привлечения большого количества персонала в каждый супермаркет сети (на 10 кв. м торговой площади приходится один сотрудник «Азбуки Вкуса») и высокие арендные платежи (средняя арендная ставка по супермаркетам «Азбука Вкуса» составляет 900 долл. за аренду 1 кв. м в год) обуславливают высокую долю операционных затрат в выручке – 29%, при среднем уровне среди других продуктовых ритейлеров, представленных на публичном долговом рынке - 19%. Основными статьями операционных расходов ГК «Азбука Вкуса» являются: оплата труда и иные затраты на персонал (33%), аренда помещений и оборудования (25%), обслуживание и ремонт помещений и оборудования (12%), потери ( списания)/инвентаризация (11%), прочие (7%).

Структура операционных расходов ГК «Азбука Вкуса» Доля операционных затрат в выручке в 2007 году



Источник: Данные компании



Источник: Данные компании

В 2007 году на фоне значительного роста затрат на новые супермаркеты (арендные платежи, затраты на персонал) и при этом медленного выхода некоторых из них на «плановые» показатели продаж, EBITDA margin снизилась с 11% (за 2006 календарный год) до 7.2%. Несмотря на эту негативную, но вполне объяснимую тенденцию, свойственную многим быстрорастущим ритейлерам, EBITDA margin находится на среднем для отрасли уровне.

*Снижение EBITDA margin в 2007 году стало следствием значительного роста затрат на новые супермаркеты и при этом медленного выхода некоторых из них на «плановые» показатели продаж*

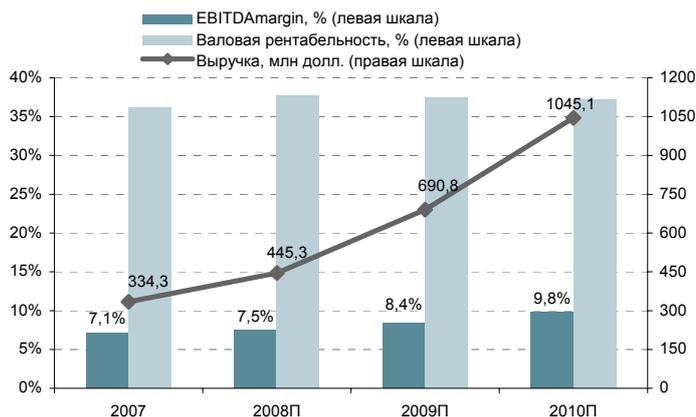
В перспективе, Группа «Азбука Вкуса» ожидает увеличение нормы прибыли (к 2010 году EBITDA margin планируется на уровне 10%) как результат совокупного действия следующих факторов:

- Выход на окупаемость супермаркетов, открытых в 2007 году, в т.ч. вследствие реализации мер, направленных на стимулирование продаж «проблемных» супермаркетов: запуск сервиса по доставке продуктов, сдача в субаренду площадей.
- Снижение темпов роста площадей новых супермаркетов в 2008 и 2009 гг. по сравнению с 2007 годом.
- Открытие в конце 2008 финансового года фабрики-кухни, как результат - увеличение доли высокомаржинальной продукции собственного производства в выручке.

*В перспективе ГК «Азбука Вкуса» ожидает повышение нормы прибыли в результате выхода открытых в 2007 году супермаркетов на самоокупаемость, уменьшения темпов роста площадей новых супермаркетов и открытия фабрики-кухни*

В регионах «Азбука Вкуса» ожидает меньший размер среднего чека (порядка 35 долл.), тем не менее, по оценкам менеджмента, это не окажет давление на рентабельность, учитывая более низкие арендные ставки, меньшие затраты на персонал, а также в целом не такие большие расходы на открытие супермаркета в регионах по сравнению с Москвой (в частности, затраты на строительные-монтажные работы, аренду и депозиты).

## Выручка и норма прибыли ГК «Азбука Вкуса» в 2007-2010 финансовых гг.



Примечание: прогноз по выручке и EBITDA составляется по курсу 1 долл. = 27 руб.

Источник: Данные компании

Холдинг «Азбука Вкуса» характеризуется отрицательным циклом конверсии наличности, как и многие другие компании, работающие в сфере продуктовой розницы. Отрицательный цикл конверсии наличности (23 дня) обусловлен выгодными условиями работы Группы «Азбука Вкуса» с поставщиками, в соответствии с которыми расчеты с ними осуществляются с отсрочкой платежа 1-2 месяца, и одновременно отсутствием значительной дебиторской задолженности, а также довольно быстрой оборачиваемостью запасов. Соответственно, холдинг может финансировать оборотный капитал за счет беспроцентного товарного кредита, не прибегая к платным кредитным ресурсам.

«Азбука Вкуса» может финансировать оборотный капитал за счет беспроцентного товарного кредита, не прибегая к платным кредитным ресурсам

## Показатели деловой активности компаний продуктовой розницы в 2007 году.

	X5	Магнит	Дикси	7 Континент	Виктория	Карусель	Холидей	Алли	Патэрсон	Мосмарт	Азбука Вкуса	Провиант	Бахетле	Среднее
Оборачиваемость ДЗ, дней*	10,2	5,7	12,9	15,4	15,0	31,9	7,9	56,3	56,6	23,9	1,3	1,0	5,1	18,7
Оборачиваемость запасов, дней	18,3	28,8	20,2	25,7	25,2	34,2	20,3	32,7	28,3	24,8	23,2	18,3	39,1	26,1
Оборачиваемость КЗ, дней**	52,3	35,8	39,9	53,7	41,2	74,8	34,1	56,9	71,0	59,8	47,9	27,7	42,5	49,0
Цикл конверсии наличности, дней	-23,8	-1,3	-6,8	-12,6	-0,9	-8,7	-5,9	32,1	13,9	-11,2	-23,4	-8,5	1,7	-4,3

\* - дебиторская задолженность

\*\* - кредиторская задолженность

Источник: Данные компании

Большие затраты на открытие новых супермаркетов в 2007 году (в размере более 40 млн долл.), а также инвестиции в фабрику-кухню (около 8 млн долл.), осуществленные преимущественно за счет заемных средств, обусловили рост кредитного портфеля, который с 1 января 2007 года по 31 марта 2008 года увеличился с 60 млн долл. до 101 млн долл. Привлечение кредитных ресурсов при одновременном снижении рентабельности бизнеса привело к усилению долговой нагрузки: debt/EBITDA вырос с 3.6 (в 2006 календарном году) до 4.3, EBIT/Interest снизился с 3.2 до 1.5.

Привлечение кредитных ресурсов на открытие новых супермаркетов и организацию фабрики-кухни при одновременном снижении рентабельности бизнеса привело к усилению долговой нагрузки

## Кредитный портфель ГК «Азбука Вкуса» по состоянию на 1.06.2008

	Лимит, млн. долл.	Фактическая задолж-ть, в т.ч. проценты, млн долл.	Срок погашения/ оферты	Ставка	Обеспечение
Краткосрочные кредиты и займы, в т.ч.					
Сбербанк	19,2	19,1	дек08-февр09	11%-11.5%	оборот по счету
Уралсиб	16,7	16,7	авг08-февр09	11%-13%	поручительства, товар обороте
Экспобанк	8,4	8,5	сен.08	11.5%	оборудование, поручительства
Облигационный займ*	42	29,2	июл.08	11.5%	-
Долгосрочные кредиты и займы, в т.ч.					
Экспобанк	33,7	33,7	февр-май10	11,50%	недвижимость, поручительства
Сбербанк	7,6	5,5	сен.09	11%	оборудование, поручительства
<b>Итого</b>	<b>127,7</b>	<b>112,6</b>			

\* обязательства по облигационному займу были полностью погашены за счет кредита Уралсиба

Источник: Данные компании

Во второй половине июля «Азбука Вкуса» получила первый транш кредита ЕБРР в размере 40 млн долл. на довольно привлекательных условиях: срок кредитования составляет 9 лет, ставка по кредиту - Libor+325, условия договора не предусматривают вхождение ЕБРР в капитал «Азбуки Вкуса». Условия кредитования обязывают Группу «Азбука Вкуса» выполнять ковенанты по уровню долговой нагрузки: показатель debt/EBITDA не должен превысить 5.0.

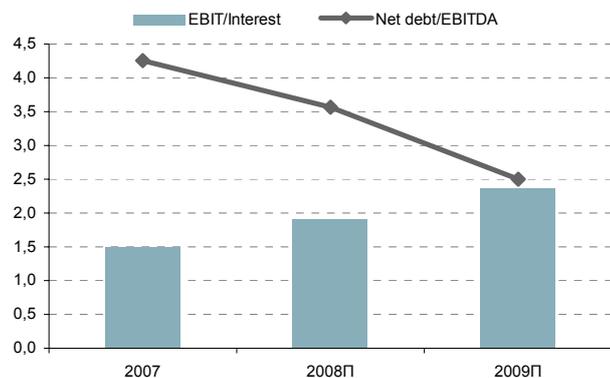
Первый транш кредита будет направлен на рефинансирование более дорогих обязательств перед «Экспобанком». Вторую часть транша холдинг планирует получить в конце 2008-начале 2009 календарного года и направить на дооснащение фабрики-кухни, в частности, на закупку производственного оборудования. Кредит ЕБРР имеет целевой характер, что исключает его использование на непредусмотренные договором кредитования цели.

Кроме того, в 2008 году «Азбука Вкуса» планирует разместить второй облигационный займ объемом 2 млрд руб. Средства от размещения второго облигационного займа планируется распределить следующим образом:

- 700 млн руб. – на рефинансирование краткосрочного кредита Уралсиба.
- 700 млн руб. – на финансирование инвестиционной программы в 2008 календарном году.
- 600 млн руб. «Азбука Вкуса» планирует разместить на банковских депозитах, а в 2009 году использовать их на расширение сети супермаркетов.

В целом, в 2008 финансовом году инвестиционная программа объемом 56 млн долл. будет финансироваться за счет средств облигационного займа (700 млн руб., или 30 млн долл.), второго транша кредита ЕБРР (10 млн долл.) и собственных средств холдинга. Часть собственных средств в 2008 финансовом году планируется направить также на рефинансирование коротких кредитов и займов. В результате, по состоянию на 1 апреля 2009 года кредитный портфель составит, по оценкам компании, около 120 млн долл. (по курсу 1 долл. = 27 руб.). При этом, рост денежных потоков при умеренном увеличении кредитного портфеля может позитивно отразиться на качестве покрытия долга: по состоянию на 1.04.2009 года отношение net debt/EBITDA составит около 3.5. В 2009 году для финансирования инвестиционных потребностей будут использоваться преимущественно собственные средства, что позволит снизить долговую нагрузку до 2.5 в терминах debt/EBITDA.

Показатели net debt/EBITDA ГК «Азбука Вкуса» в 2007-2009 финансовых гг.



Источник: Данные компании

*Привлечение кредита ЕБРР по привлекательным условиям позволяет рефинансировать более дорогие кредиты и тем самым снизить стоимость заемного финансирования*

*Средства от размещаемого облигационного займа будут направлены на рефинансирование краткосрочных кредитов и финансирование инвестиционной программы в 2008-2009 гг.*

*По мере ожидаемого в перспективе роста денежных потоков долговая нагрузка ГК «Азбука Вкуса» будет снижаться: по состоянию на 01.04.2009 debt/EBITDA составит, по оценке холдинга, 3.5, а в дальнейшем не будет превышать этот уровень*

## ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ НА РЫНКЕ

В силу довольно узкой рыночной ниши, в которой оперирует сеть, прямых аналогов среди продуктовых ритейлеров, чьи бумаги обращаются на рынке рублевого долга, у «Азбуки Вкуса» нет. В то же время, в качестве одного из ориентиров, на наш взгляд, можно рассматривать выпуск облигаций торговой сети «Бахетле». Несмотря на существующие различия в бизнес-модели, обе компании отличаются от аналогов высокой валовой маржой – по итогам 2007 года она практически совпала и составляла порядка 36%. В случае с «Бахетле» основной причиной высокой рентабельности выступает большая доля продаж продукции собственного производства в выручке – около 34%.

«Бахетле» по сравнению с «Азбукой Вкуса» характеризуется меньшей долей операционных затрат в выручке и более высокой EBITDA margin – 11,8% (второй показатель среди продуктовых ритейлеров на долговом рынке после 7 Континента – 14,3%). В то же время, эти недостатки более чем нивелируются почти вдвое большими масштабами бизнеса «Азбуки Вкуса», а также меньшей долговой нагрузкой: Debt/EBITDA 4,26 в 2007, против почти 5 у Бахетле.

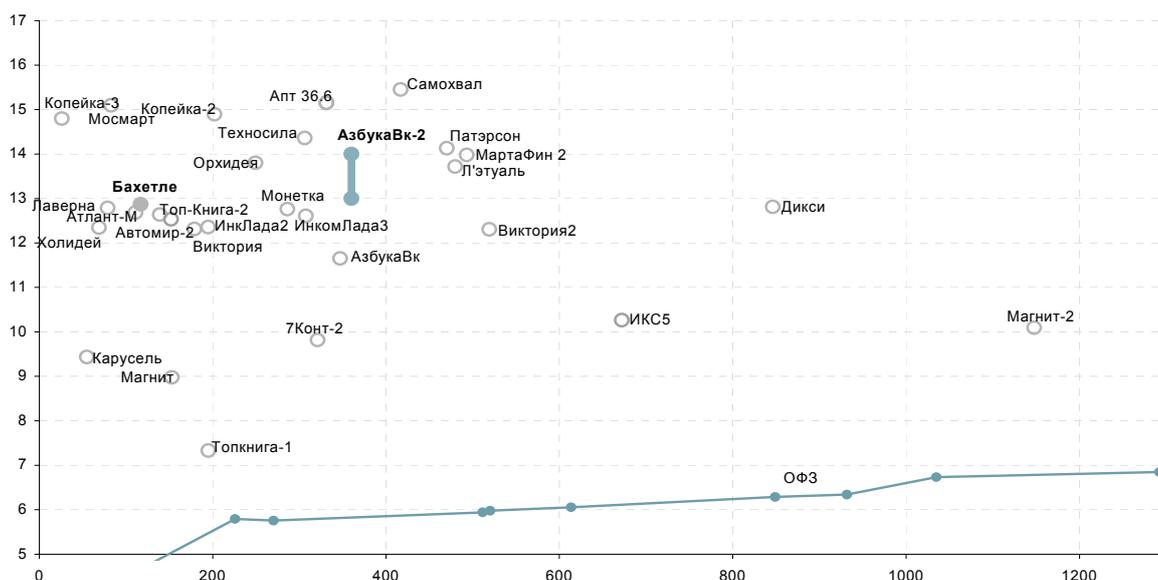
## Азбука Вкуса и аналоги: финансовые показатели 2007

млн.руб.	Азбука Вкуса	Бахетле	Патерсон	Виктория
Выручка	8 384,0	4 995,8	12 183,7	29 549,0
Gross margin	36,2%	36,1%	25,6%	23,4%
Операц. расходы, % выручки	29,1%	24,2%	22,8%	20,4%
Operating margin	5,0%	8,1%	3,4%	3,1%
EBITDA Margin	7,1%	11,8%	5,7%	6,0%
Total debt/EBITDA	4,26	4,97	3,77	2,56
EBIT/Interest	1,49	1,70	1,54	3,24
Средний чек, руб.	1195	385	201	н.д.

Источник: управленческая отчетность компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск «Бахетле-1» по состоянию на 25.07.2008 торговался с доходностью порядка 12,87% YTP по последней котировке на покупку (100,55% номинала). В целом мы полагаем, что по кредитному качеству «Азбука Вкуса» выглядит лучше, что должно отражаться в меньшем уровне доходности. В то же время, необходимо учитывать разницу в дюрациях: «Бахетле» позиционируется к оферте в ноябре 2008, тогда как новый выпуск «Азбуки Вкуса» – к годовой оферте. Кроме того, текущая рыночная конъюнктура, на наш взгляд, обуславливает необходимость довольно заметной премии за первичное размещение. В итоге, справедливый уровень доходности по облигациям Азбука Вкуса-2, на наш взгляд, складывается в диапазоне **13% - 14% к годовой оферте**.

## Кривая доходности облигаций ритейлеров, 25/07/2008:



Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ



29.07.2008

## ПРИЛОЖЕНИЕ 1. НЕАУДИРОВАННАЯ ОТЧЕТНОСТЬ ГК «АЗБУКА ВКУСА» ПО МСФО

Бухгалтерский баланс ГК «Азбука Вкуса», млн долл.

	На 01.04.2007	На 01.04.2008
<b>I. Внеоборотные активы</b>		
Здания и оборудование	77,1	103,9
Прочие внеоборотные активы	26,0	29,3
<b>Итого по разделу I.</b>	<b>103,1</b>	<b>133,2</b>
<b>II. Оборотные активы</b>		
Запасы	14,7	28,5
Дебиторская задолж-ть	3,3	1,1
Денежные средства	2,3	0,9
Прочие оборотные средства	14,0	31,3
<b>Итого по разделу II.</b>	<b>34,3</b>	<b>61,8</b>
<b>АКТИВЫ</b>	<b>137,5</b>	<b>195,0</b>
<b>III. Капитал и резервы</b>		
Собственный капитал	26,7	31,0
<b>Итого по разделу III.</b>	<b>26,7</b>	<b>31,0</b>
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>		
Займы и кредиты	22,0	34,3
Прочие долгосрочные обязательства	6,8	-
<b>Итого по разделу IV.</b>	<b>28,8</b>	<b>34,3</b>
<b>V. Краткосрочные обязательства</b>		
Займы и кредиты	53,0	67,1
Кредиторская задолженность	26,3	62,7
Прочие краткосрочные обязательства	2,7	-
<b>Итого по разделу V.</b>	<b>82,0</b>	<b>129,7</b>
<b>ПАССИВЫ</b>	<b>137,5</b>	<b>195,0</b>

Отчет о прибылях и убытках ГК «Азбука Вкуса», млн долл.

Наименование показателя	2007/2008*
Выручка	334,3
Себестоимость	213,4
Валовая прибыль	121,0
Операционные затраты	97,1
ЕВИТДА	23,8
Амортизация	7,0
Прибыль (убыток) от продаж	16,8
Процентные расходы	11,3
Прибыль до налогообложения	5,6
Налог на прибыль	1,3
Чистая прибыль	4,3

\* - данные за 2007 финансовый год (с 1.04.2007 по 31.03.2008)

# 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	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>

Управление продаж		<a href="mailto:sales@zenit.ru">sales@zenit.ru</a>
-------------------	--	--

Валютные облигации	Светлана Агиевец	<a href="mailto:s.agievets@zenit.ru">s.agievets@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Виктория Морозова	<a href="mailto:v.morozova@zenit.ru">v.morozova@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Алексей Криволап	<a href="mailto:a.krivolap@zenit.ru">a.krivolap@zenit.ru</a>

Аналитическое управление	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>

Стратегия/кредитный анализ	Яков Яковлев	<a href="mailto:y.yakovlev@zenit.ru">y.yakovlev@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Кредитный анализ	Даниил Иванов	<a href="mailto:daniil.ivanov@zenit.ru">daniil.ivanov@zenit.ru</a>

Акции	Игорь Нуждин	<a href="mailto:i.nujdin@zenit.ru">i.nujdin@zenit.ru</a>
Акции	Дмитрий Дзюба	<a href="mailto:d.dzuba@zenit.ru">d.dzuba@zenit.ru</a>

## Управление доверительного управления активами

Доверительное управление активами	Сергей Матюшин	<a href="mailto:s.matyushin@zenit.ru">s.matyushin@zenit.ru</a>
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	<a href="mailto:i.kireeva@zenit.ru">i.kireeva@zenit.ru</a>
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>

## Управление организации долгового финансирования

Начальник управления	Алексей Балашов	<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
		<a href="mailto:a.balashov@zenit.ru">a.balashov@zenit.ru</a>

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.