

**Оценка потенциала роста акций ОАО «Аптечные сети 36,6»: а Dixy лучше**

**Резюме:**

- С учетом продажи подразделений и расчета по облигационному займу на сумму 125 млн. долл. в июле 2008 года, чистый долг компании может сократиться до 287 млн. долл. Акции ОАО «Аптечные сети 36.6» к российским компаниям-аналогам существенно переоценены (-22%). Справедливая цена акции – 35,14 долл. Если производить оценку к международным компаниям аналогам, справедливая цена ниже текущей цены на 6,6% - 42,04 долл. за акцию.
- Если учитывать отрицательную динамику акций ОАО «АС36,6» за последние 12 месяцев (-41%), технический отскок до уровня 58-60 долл. за акцию вероятен. Но фундаментально - акции слабые.
- P/E07 у компании отрицательный, P/E08 ожидается также ниже нуля. Примечательно, что компания единственная, кто еще не опубликовал полные результаты по МСФО за 2007 год и 1 квартал 2008 года.
- По состоянию за 9 мес. 2007 года краткосрочный долг составил 308 млн. долл., что в 6 раз превысило уровень собственного капитала на акцию.
- Наиболее перспективные бумаги в секторе - ОАО «Дикси». Компания имеет хороший потенциал роста рентабельности, поскольку основные капвложения он сделал в 2006-2007гг. и в 2008-2009гг. может показать рост рентабельности. Пока он оценен по рынку но надо смотреть на результаты 2 кв. 2008 г. Потенциально – наиболее перспективные бумаги в 2009 году. Высокая доля долга также несет в себе риски. Текущая справедливая цена – 15,41 долл. (+2,7%). Если придать больший вес показателям масштаба бизнеса и без учета дисконта за низкую ликвидность акций потенциальная цена акций Дикси составляет 18,27 долл. (+22%).

**SWOT- анализ ОАО «АС36,6»**

<i>Позитивные</i>	<i>Негативные</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Стратегия роста торговых точек позволила за 2 года нарастить выручку от продаж в 2,9 раза – до 872 млн. долл. По 2008 году консенсус-прогноз по выручке 1,1-1,2 млрд. долл.</li> <li>• Доля на рынке в 7 центральных регионах – от 15 до</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• В 2007 году компания показала отрицательный финансовый результат (-41 млн. долл.) В 2008 году компания может также получить убыток по предварительным прогнозам в размере 12,5 млн. долл. Примечательно, что результатов по 1 кварталу 2008 года не</li> </ul>

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

### Инвестиционные идеи

17 Июня 2008 г.

<p>40%.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Акции ОАО «Аптечные сети 36,6» за последние 52 недели были худшими бумагами в секторе, что определяет возможность отскока. (Таблица 1).</li><li>• Продажу ЕМЦ можно назвать удачной. Компания выручила 106,5 млн. долл. (затраты составили чуть более 70 млн. долл.) Доля ЕМЦ в выручке группы – всего 1%, хотя рентабельность составляла 13% против -3% по группе по данным за 9 мес. 2007 года. (Таблица 2).</li><li>• Перспективный показатель EV/Sales (0,63). Вместе с Дикси компания является наиболее дешевыми в секторе.</li></ul>	<p>было опубликовано.</p> <ul style="list-style-type: none"><li>• Соотношение Долг/Активы носит критический характер. По данным МСФО за 9 мес. 2007 года – 93%. Соотношение Долг/ЕБИТДА – 11.6х. Это – предбанкротное состояние. Стратегия на активный рост торговых точек (рост в 2007 году на 46%) определяет стремление продать бизнес в ущерб финансовой стабильности. Обратной стороной явилось увеличение долговой составляющей до критического уровня и неудовлетворительный финансовый результат по итогам 2007 года (рост числа торговых точек не позволил эффективно внедрить систему ERP).</li></ul>
<p><i>Возможности</i></p>	<p><i>Угрозы</i></p>
<ul style="list-style-type: none"><li>• В 2008 году компания должна рефинансировать порядка 250 млн. долл. По состоянию за 9 мес. 2007 года краткосрочный долг составил 308 млн. долл. Продажа ПИФа недвижимости (11 объектов в Москве и Екатеринбурге) может принести 50-60 млн. долл. Таким образом дефицит – 70-80 млн. долл. Учитывая плохую конъюнктуру долгового рынка, компания будет вынуждена либо делать IPO, либо продавать Верофарм, либо привлекать внешние источники по высоким ставкам. Третий вариант наиболее предпочтителен с точки зрения портфельных инвесторов. Но ждать улучшения финансового положения по итогам 2008 года не стоит.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• В 2008 году компания должна рефинансировать порядка 250 млн. долл. По состоянию за 9 мес. 2007 года краткосрочный долг составил 308 млн. долл. Продажа ПИФа недвижимости (11 объектов в Москве и Екатеринбурге) может принести 50-60 млн. долл. Таким образом дефицит – 70-80 млн. долл. Учитывая плохую конъюнктуру долгового рынка, компания будет вынуждена либо делать IPO, либо продавать Верофарм, либо привлекать внешние источники по высоким ставкам. Первый и второй вариант негативно скажется на оценке эмитента.</li></ul>

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Инвестиционные идеи

17 Июня 2008 г.

Таблица 1. Динамика цен акций ретейлеров

	1 неделя	1 месяц	3 месяца	6 месяцев	12 месяцев
Магнит	2%	-4%	2%	14%	19%
X5	3%	-6%	30%	22%	11%
Седьмой Континент	0%	10%	22%	8%	11%
Аптека36.6	7%	-4%	-16%	-48%	-41%
Dixi	0%	2%	7%	8%	4%

Источник: РТС

Таблица 2. Анализ рентабельности подразделений

млн. \$	9м2006	9м2007
<b>Выручка</b>	<b>348</b>	<b>590</b>
Розница	250	458
Верофарм	71	92
ЕМЦ	4	19
<b>ЕБИТДА</b>	<b>12,3</b>	<b>12,8</b>
Розница	-3,6	-12,8
Верофарм	19	24,5
ЕМЦ	0,6	4,5
<b>NI</b>	<b>-11,5</b>	<b>-41,9</b>
Розница	-18,5	-28,3
Верофарм	12	16
ЕМЦ	0,5	2,1
Margin analysis (%)	9м2006	9м2007
<b>Выручка</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
Розница	72%	78%
Верофарм	20%	16%
ЕМЦ	1%	3%
<b>ЕБИТДА Margin</b>	<b>4%</b>	<b>2%</b>
Розница	-1%	-3%
Верофарм	27%	27%
ЕМЦ	15%	24%
<b>NI Margin</b>	<b>-3%</b>	<b>-7%</b>

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Инвестиционные идеи

17 Июня 2008 г.

Розница	-7%	-6%
Верофарм	17%	17%
ЕМЦ	13%	11%

Источник: данные компании

### Оценка акций ОАО «Аптека 36.6» к российским компаниям-аналогам:

Российские ретейлеры	Цена (руб.)	Цена (\$)	Кол-во акций (млн.)	Рын. Кап (млн.\$)	Чистый долг (млн.долл.)	Стоимость компании (млн.долл.)	Выручка 2008П (млн. долл.)	ЕБИТДА 2008П (млн.долл.)	Чистые активы (1кв.2008) (млн. долл.)	Чистая прибыль (2008П) (млн. долл.)	Торговые площади (тыс. м2)
Магнит	1235	52	83,25	4 329	638	4 967	5479	424	1790	167	674,9
Х5	862	36,3	216,1	7 844	1 588	9 432	8565	719	3420	309	639,3
Седьмой Континент	665	28	75	2 100	336	2 436	1680	183	565	110	147,0
Аптека36.6	1069	45	9,5	428	287	715	1130	51	102	-12,0	72
Дикси	356	15	60	900	209	1 109	1800	90	310	37	150,9

Российские ретейлеры	EV/S	EV/ЕБИТДА	P/BV	P/E	P/IC	NI/IC	ЕБИТДА Margin	Net Margin
Магнит	0,91	11,7	2,4	25,9	6414,3	247,4	7,7%	3,0%
Х5	1,10	13,1	2,3	25,4	12270,3	483,3	8,4%	3,6%
Седьмой Континент	1,45	13,3	3,7	19,1	14285,7	748,3	10,9%	6,5%
Аптека36.6	0,63	14,0	4,2	-35,6	5937,5	-166,7	4,5%	-1,1%
Дикси	0,62	12,3	2,9	24,3	5964,2	245,2	5,0%	2,1%
<b>Средняя без учета Аптека 36.6</b>	<b>1,02</b>	<b>12,62</b>	<b>2,83</b>	<b>23,68</b>	<b>9733,64</b>	<b>431,07</b>	<b>8,0%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Минимальная</b>	<b>0,62</b>	<b>11,71</b>	<b>2,29</b>	<b>19,09</b>	<b>5964,21</b>	<b>245,20</b>	<b>5,0%</b>	<b>2,1%</b>
<b>Максимальная</b>	<b>1,45</b>	<b>13,31</b>	<b>3,72</b>	<b>25,92</b>	<b>14285,71</b>	<b>748,30</b>	<b>10,9%</b>	<b>6,5%</b>
<b>Дисконт за ликвидность и размер компании</b>								<b>0%</b>
<b>Средняя с учетом дисконта</b>	<b>1,02</b>	<b>12,62</b>	<b>2,83</b>	<b>23,68</b>	<b>9733,64</b>	<b>431,07</b>	<b>8,0%</b>	<b>3,8%</b>

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Инвестиционные идеи

17 Июня 2008 г.

Премия(дисконт) к средней оценке	61%	-10%	-32%	-166%	64%	-359%	-77%	-459%
Вес в сводной оценке	20%	20%	20%	10%	20%	5%	5%	0%
	12%	-2%	-6%	-17%	13%	-18%	-4%	0%
Потенциал роста (падения) текущей рыночной цены АС 36,6 к справедливой цене								-21,9%
Справедливая цена 1 акции АС 36,6 (долл.)								35,14
Справедливая цена 1 акции АС 36,6 (руб.)								834,51

Оценка акций ОАО «Аптека 36.6» к международным компаниям-аналогам:

Российские ретейлеры	Цена (руб.)	Цена (\$)	Кол-во акций (млн.)	Рын. Кап (млн.\$)	Чистый долг (млн.долл.)	Стоимость компании (млн.долл.)	Выручка 2008П (млн. долл.)	ЕБИТДА 2008П (млн.долл.)	Чистые активы (1 кв.2008) (млн. долл.)	Чистая прибыль (2008П) (млн. долл.)	Торговые площади (тыс. м2)
Аптека36.6	1068,75	45	9,5	427,5	287	714,5	1130	51	102	-12	72
MigrosTurk (Турция)	-	16,6	1865	2930	-168	2762	3453	258	0	142	169,0
BIM (Турция)	-	106,8	25	2701	-71	2630	3288	183	0	111	45,1
P&P Stores Ltd (ЮАР)	-	3,4	485	1650	-78	1572	5240	238	0	133	59,0
Spar (ЮАР)	-	6,1	168	1027	-19	1008	2520	104	0	79	125,1
JM (Португалия)	-	7,5	629	4717	919	5636	9393	613	0	236	85,3

Российские ретейлеры	EV/S	EV/ЕБИТДА	P/BV	P/E	P/IC	NI/IC	ЕБИТДА Margin	Net Margin
Аптека36.6	0,63	14,0	4,2	-35,6	5937,5	-166,7	4,5%	-1,1%
MigrosTurk (Турция)	0,80	10,70	0,00	20,70	17333,00	0,00	7,1%	3,8%
BIM (Турция)	0,80	14,40	0,00	24,40	59888,00	0,00	5,8%	3,5%
P&P Stores Ltd (ЮАР)	0,30	6,60	0,00	12,40	27968,00	0,00	4,4%	2,3%
Spar (ЮАР)	0,40	9,70	0,00	13,00	8208,00	0,00	3,8%	2,4%

## ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Инвестиционные идеи

17 Июня 2008 г.

JM (Португалия)	0,60	9,20	0,00	20,00	55328,00	0,00	6,6%	2,3%
<b>Средняя</b>	<b>0,58</b>	<b>10,12</b>	<b>0,00</b>	<b>18,10</b>	<b>33745,00</b>	<b>0,00</b>	<b>5,5%</b>	<b>2,9%</b>
<b>Минимальная</b>	<b>0,30</b>	<b>6,60</b>	<b>0,00</b>	<b>12,40</b>	<b>8208,00</b>	<b>0,00</b>	<b>3,8%</b>	<b>2,3%</b>
<b>Максимальная</b>	<b>0,80</b>	<b>14,40</b>	<b>0,00</b>	<b>24,40</b>	<b>59888,00</b>	<b>0,00</b>	<b>7,1%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Дисконт за ликвидность и размер компании</b>								<b>30%</b>
<b>Средняя с учетом дисконта</b>	<b>0,41</b>	<b>7,08</b>	<b>0,00</b>	<b>12,67</b>	<b>23621,50</b>	<b>0,00</b>	<b>5,5%</b>	<b>2,9%</b>
<b>Премия(дисконт) к средней оценке</b>	<b>-36%</b>	<b>-49%</b>	<b>-100%</b>	<b>-136%</b>	<b>298%</b>	<b>-100%</b>	<b>-23%</b>	<b>-369%</b>
<b>Вес в сводной оценке</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>0%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>0%</b>	<b>6%</b>	<b>6%</b>
	<b>-8%</b>	<b>-11%</b>	<b>0%</b>	<b>-30%</b>	<b>66%</b>	<b>0%</b>	<b>-1%</b>	<b>-22%</b>
<b>Потенциал роста (падения) текущей рыночной цены AC 36,6 к справедливой цене</b>								<b>-6,6%</b>
<b>Справедливая цена 1 акции AC 36,6 (долл.)</b>								<b>42,04</b>
<b>Справедливая цена 1 акции AC 36,6 (руб.)</b>								<b>998,49</b>

ОАО «Дикси»

Российские ретейлеры	Цена (руб.)	Цена (\$)	Кол-во акций (млн.)	Рын. Кап (млн.\$)	Чистый долг (млн.долл.)	Стоимость компании (млн.долл.)	Выручка 2008П (млн. долл.)	ЕБИТДА 2008П (млн.долл.)	Чистые активы (1кв.2008) (млн. долл.)	Чистая прибыль (2008П) (млн. долл.)	Торговые площади (тыс. м2)
Магнит	1235	52	83,25	4 329	638	4 967	5479	424	1790	167	674,9
Х5	862	36,3	216,1	7 844	1 588	9 432	8565	719	3420	309	639,3
Седьмой Континент	665	28	75	2 100	336	2 436	1680	183	565	110	147,0
Аптека36.6	1069	45	9,5	428	287	715	1130	51	102	-12,0	72
Дикси	356	15	60	900	209	1 109	1800	90	310	37	150,9
<b>Средняя</b>	-	-	-	-					-	-	

# ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Инвестиционные идеи

17 Июня 2008 г.

Российские ретейлеры	EV/S	EV/EBITDA	P/BV	P/E	P/IC	NI/IC	EBITDA Margin	Net Margin
Магнит	0,91	11,7	2,4	25,9	6414,3	247,4	7,7%	3,0%
X5	1,10	13,1	2,3	25,4	12270,3	483,3	8,4%	3,6%
Седьмой Континент	1,45	13,3	3,7	19,1	14285,7	748,3	10,9%	6,5%
Аптека36.6	0,63	14,0	4,2	-35,6	5937,5	-166,7	4,5%	-1,1%
Дикси	0,62	12,3	2,9	24,3	5964,2	245,2	5,0%	2,1%
<b>Средняя без учета Аптека 36.6</b>	<b>1,02</b>	<b>12,62</b>	<b>2,83</b>	<b>23,68</b>	<b>9733,64</b>	<b>431,07</b>	<b>8,0%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Минимальная</b>	<b>0,62</b>	<b>11,71</b>	<b>2,29</b>	<b>19,09</b>	<b>5964,21</b>	<b>245,20</b>	<b>5,0%</b>	<b>2,1%</b>
<b>Максимальная</b>	<b>1,45</b>	<b>13,31</b>	<b>3,72</b>	<b>25,92</b>	<b>14285,71</b>	<b>748,30</b>	<b>10,9%</b>	<b>6,5%</b>
<b>Дисконт за ликвидность и размер компании</b>								<b>0%</b>
<b>Средняя с учетом дисконта</b>	<b>1,02</b>	<b>12,62</b>	<b>2,83</b>	<b>23,68</b>	<b>9733,64</b>	<b>431,07</b>	<b>8,0%</b>	<b>3,8%</b>
<b>Премия(дисконт) к средней оценке</b>	<b>65%</b>	<b>2%</b>	<b>-2%</b>	<b>-3%</b>	<b>63%</b>	<b>76%</b>	<b>-60%</b>	<b>-86%</b>
<b>Вес в сводной оценке</b>	<b>20%</b>	<b>15%</b>	<b>20%</b>	<b>10%</b>	<b>20%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
	<b>13%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>13%</b>	<b>4%</b>	<b>-3%</b>	<b>-4%</b>
<b>Потенциал роста (падения) текущей рыночной цены Магнита к справедливой цене</b>								<b>21,8%</b>
<b>Справедливая цена 1 акции Магнита (долл.)</b>								<b>18,27</b>
<b>Справедливая цена 1 акции Магнита (руб.)</b>								<b>433,97</b>

## ОАО «ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ»

119034, Москва, Всеволожский пер., д.2, стр.2 Тел./факс:7-(495)-363-93-80

Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ИК РУСС-ИНВЕСТ не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ИК РУСС-ИНВЕСТ, его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.