Велес Капитал

Инвестиционная компания

Аналитический обзор

4 октября 2010 г.

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб. 12, 7 под., 18 этаж
Тел: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989

Копейка — как продаться дороже?

Аналитики: Иван Манаенко, Анна Соболева
Эл. почта: IManaenko@veles-capital.ru

Ключевые моменты

- ☑ Копейка – одна из ведущих сетей формата «soft-дискаунтер» в России, контролируемая Николаем Цветковым (глава ФК «Уралсиб»).
- ☑ Компания входит в список системообразующих предприятий России; в июне 2010 г. S&P присвоил ей кредитный рейтинг «B-»/Стабильный.
- ☑ В сентябре ФАС выдала разрешение X5 на покупку Копейки, однако разговоры о готовящейся продаже сети витают уже более года; одновременно с продажей еще в начале года компания объявила о своих планах по выходу на IPO.
- ☑ В ближайшее время Копейка планирует провести допэмиссию на сумму 1,5 млрд руб., что увеличит собственный капитал сети почти в 1,5 раза.; средства от допэмиссии, вероятно, будут направлены на покупку 40 магазинов у франчайзи сети; расширение сети свидетельствует о попытке увеличить стоимость бизнеса, что может создать дополнительные преграды для его поглощения (более высокая цена, неодобрение ФАС).
- ☑ Ключевыми недостатками бизнеса сети является высокая доля краткосрочных обязательств (68% в структуре пассивов), повышенная долговая нагрузка (долг/EBITDA = 3,34x), убытки по чистой прибыли в 2007-2008 гг.
- ☑ За 2009-2010 гг. компания заметно улучшила свой кредитный профиль: было проведено рефинансирование долга, в результате чего доля долгосрочных кредитов и займов увеличена с 41% в 2008 г. до 73% в 2009 г.; чистая прибыль в 2009 г. составила 1,6 млрд руб., перекрыв накопленный убыток; выросла операционная рентабельность; собственный капитал увеличен в 1,5 раза.
- ☑ Среди торгующихся аналогов Копейка занимает четвертое место по размерам бизнеса, а по кредитному рейтингу счету уступает лишь эталонному Магниту и проштрафившемуся перед инвесторами Седьмому Континенту и при этом весьма близка к лидеру отрасли и своему возможному покупателю – X5.
- ☑ Мы считаем предложенный организаторами диапазон первого купона (9,0-9,5% годовых) несколько заниженным и рекомендуем участие в размещении только ближе к верхней границе указанного диапазона, которая предполагает премию порядка 30 б.п к кривой уже обращающихся займов компании.
- ☑ Динамика торгов нового займа Копейки, как впрочем и прежних выпусков на вторичном рынке во многом будет определяться исходя и продвижения сделки по продаже Копейки X5:, до ее завершения бумаги, вероятнее всего, будут торговаться со стабильным спрэдом к относительно доходности X5 (сейчас порядка 150 б.п.), однако в случае успешного завершения поглощения данный спрэд может сузиться до 70-100 б.п.

Основные показатели

Основные финансовые показатели

МСФО, млн руб.	2007	Изм, %	2008	Изм, %	2009
Активы	21 034	*96,2*	20 225	*124,6*	25 204
Основные средства	7 420	*122,8*	9 110	*119,2*	10 856
Денежные средства	767	*63,8*	489	*301,0*	1 472
Собственный капитал	3 592	*53,6*	1 927	*184,5*	3 555
Финансовый долг	9 332	*96,4*	8 994	*129,0*	11 606
Выручка	34 937	*134,6*	47 031	*116,7*	54 881
EBITDA	1 579	*174,2*	2 750	*126,4*	3 477
Проценты уплаченные	-863	*128,8*	-1 111	*174,3*	-1 937
Чистая прибыль	-370	*443,9*	-1 644	*101,0*	1 628
Рентабельность EBITDA	5%		6%		6%
Чистая рентабельность	-1%		-3%		3%
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	5,9		3,3		3,3
EBITDA/Проценты	1,8		2,5		1,8
Коэф. обеспеченности собственных средств оборотными активами	-0,6		-0,2		-0,1
Финансовый долг/активы	0,4		0,4		0,5
Доля краткосрочного долга	0,6		0,7		0,5

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Сравнение с конкурентами

МСФО, 2009 г., млн руб.	Копейка	Магнит	X5	7 континент	Дикси
I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:					
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	4,73	13,43	4,69	5,09	5,95
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	3,34	0,80	2,92	2,17	3,14
EBITDA/Проценты к уплате	1,80	9,28	4,02	2,95	3,44
II Коэффициенты рентабельности:					
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	6%	10%	3%	3%	-1%
Рентабельность продаж	5%	7%	4%	7%	2%
Рентабельность по чистой прибыли	3%	5%	2%	2%	0%
III Коэффициенты структуры капитала:					
Доля собственного капитала в балансе	0,14	0,56	0,29	0,48	0,26
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,51	0,37	0,63	0,39	0,58
Коэф. обеспеченности оборотных средств с. к.	-0,59	-0,07	-1,51	0,27	-0,67
IV Коэффициенты ликвидности:					
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,12	0,41	0,11	0,10	0,12
Коэффициент текущей ликвидности	0,63	0,93	0,40	0,57	0,57
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,38	0,78	0,35	1,04	0,47
V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):					
Оборачиваемость активов	2,18	2,22	1,48	1,22	2,48
Оборачиваемость оборотных средств	6,72	6,53	5,93	2,27	7,21
Срок оборота дебиторской задолженности, дней	12,56	4,17	12,34	123,62	12,12
Срок оборота кредиторской задолженности, дней	70,32	55,34	81,83	89,64	59,72
Срок оборота ТМЦ, дней	32,80	35,20	32,21	35,21	30,52

Международные кредитные рейтинги

Standars&Poor's B- Стабильный

Параметры займа

Тип займа	Биржвые облигации
Серия	2
Способ размещения	Открытый аукцион
Сумма займа, млн руб	3 500
Купонный период , дней	91
Ставка купона, % годовых	9 - 9,5
Эффективная доходность, % годовых	9,31 - 9,84
Дата размещения	5 октября 2010 г.
Дюрация, лет	2,60

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Краткий кредитный профиль

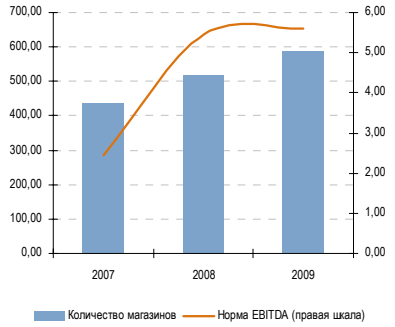
Копейка – одна из ведущих сетей формата «soft-дискаунтер».

В состав сети Копейка входит 601 магазин на территории 191 городов России, среди них 84 магазина (14% сети) находится под управлением франчайзи. За 1-е полугодие 2010 г. состав сети увеличился на 15 магазинов, а за 2009 г. их количество выросло на 70. По собственным оценкам, Копейка занимает 7-е место в России по объему выручки по итогам 2009 г.

Копейка до конца года может сменить владельца – рассматриваются варианты перепродажи стратегическому инвестору или выход на IPO.

На текущий момент основным владельцем сети «Копейка» является Николай Цветков – глава финансовой корпорации «Уралсиб». По информации СМИ до конца этого года Копейка может быть либо продана стратегическому инвестору, либо выйдет на IPO.

Динамика роста количества магазинов и рентабельности сети.



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Еще с начала кризиса Цветков рассматривал варианты продажи сети X5, Магниту и даже Wallmart, однако ни одно предложение не устроило его по стоимости сделки. Однако в сентябре 2010 г. X5, начав активную скупку конкурентов, получила разрешение от ФАС на покупку 100% доли в Копейке, что приблизило завершение процесса продажи. Отметим, что в случае успешного завершения переговоров, Копейка укрепит как свое финансовое положение за счет оптимизации логистики, так и бизнес-позиции благодаря переходу под контроль более крупной компании.

Другим вариантом развития событий является выход Копейки на IPO в конце 2010 г. – начале 2011 г., в ходе которого планируется разместить около 30% акций сети. По последним оценкам, стоимость ритейлера составляет 1,5-1,8 млрд долл.

В августе 2010 г. Копейка получила разрешение на увеличение уставного капитала в 1,5 раза.

Вместе с тем Цветков продолжает активное развитие сети. В августе ФСФР зарегистрировала дополнительный выпуск акций ТД «Копейка» на общую сумму 1,57 млрд руб. Размещение акций пройдет по закрытой подписке, вероятно, в пользу Уралсиба. По завершению размещения капитал сети увеличится в 1,5 раза.

До конца года Копейка приобретет до 40 магазинов, принадлежащих франчайзи.

Деньги, полученные от допэмиссии, компания, вероятно, направит на развитие бизнеса. Как стало известно, в конце сентября Копейка получила одобрение от ФАС на покупку ряда франчайзи. В общей сложности сеть приобретет около 30-40 самых рентабельных точек.

Увеличение капитала Копейки и рост числа магазинов, увеличивает ее стоимость, что может воспрепятствовать продаже бизнеса.

Вместе с ростом числа магазинов в собственности Копейки и увеличением уставного капитала компании, растет и стоимость бизнеса в целом. В связи с этим мы с настороженностью относимся к возможности продажи сети X5. Акционеры двух компаний однажды уже не договорились о цене сделки, а сейчас с изменением экономической ситуации и улучшением кредитного качества Копейка стала гораздо сильнее с точки зрения самостоятельной бизнес-единицы, что существенно повышает ее стоимость. Выход на IPO становится более вероятным исходом событий, а изменения в бизнесе Копейки, происходящие в последнее время, могут указывать именно на стремление акционера провести публичное размещение акций компании.

Анализ финансового состояния

Благодаря активному развитию сети, Копейка увеличила и рентабельность. Компания снова вернулась на доходность по чистой прибыли.

Показатели рентабельности Копейки

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	Ср. по отрасли, 2009 г.
Норма валовой прибыли, %	21,64	23,64	25,05	25,15
Норма EBIT, %	1,95	4,12	4,52	5,00
Норма EBITDA, %	4,52	5,85	6,34	7,46
Норма чистой прибыли, %	-1,06	-3,50	2,97	2,34

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

За последние 3 года сеть магазинов Копейки увеличивалась в среднем на 70 магазинов в год, благодаря чему наблюдался рост показателей доходности в абсолютном выражении. Рост выручки сети, во многом определяемый динамикой открытия магазинов, в 2008 г. составил 34,6%, в 2009 г. – 16,7%. При этом за последние 3 года Копейка, нарастив наценку, улучшила показатели рентабельности до нормы EBITDA в 6,34% и чистой рентабельности до 2,97% по итогам 2009 г. Отдельно отметим важное достижение последнего отчетного года, а именно выход Копейки в положительную зону по чистой прибыли.

Рост EBITDA и увеличение рентабельности способствовали снижение долговой нагрузки в относительном выражении.

Одновременно с ростом прибыли увеличился и совокупный долг, поскольку развитие проходило на заемные средства. Рост финансового долга с 2007 г. по 2009 г. составил 24%. Впрочем, благодаря опережающему улучшению доходности, долговая нагрузка в относительном выражении за последние 3 года снизилась по показателю Долг/EBITDA с 5,91x в 2007 г. до 3,34x в 2009 г., EBITDA/Проценты по итогам 2009 г. составил 1,8x.

Реструктуризация долга позволила уменьшить среднюю ставку по процентам, что нашло отражение в улучшении кредитного рейтинга сети.

Другим признаком улучшения кредитного качества стало снижение доли краткосрочных займов с 57% в 2007 г. до 27% в 2009 г. К этому можно добавить, что рефинансирование краткосрочного долга за счет 2-х облигационных займов, выпущенных за 2010 г., снизит расходы компании по процентам, ставка по которым в 2009 г. составила в среднем 16,7%. Отражением улучшения кредитного качества Копейки является и повышение рейтинга от S&P до уровня «B-».

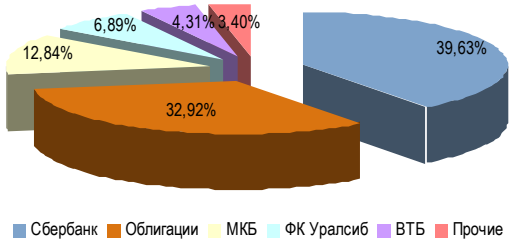
Ликвидность Копейки находится на низком уровне, что может вызывать трудности с обслуживанием текущей задолженности.

Проблемным же участком отчетности Копейки по-прежнему остается низкая ликвидность. Показатель текущей ликвидности в 2009 г. составил 0,63x, а коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом был отрицательным, тогда как нормативное значение равно 0,1x. Причиной недостаточной ликвидности сети с одной стороны является высокая доля кредиторской задолженности (31,4% пассивов) и привлечение краткосрочных кредитов, а с другой стороны высокая доля внеоборотных активов, которые составляют 68%. Однако указанные недостатки характерны для большинства российских продуктовых сетей.

Изменения в структуре баланса, проведенные за последний год, положительно повлияли на компанию, однако риски ухудшения показателей все еще остаются.

Несмотря на качественные изменения в структуре баланса Копейки, произошедшие за последний год, пока говорить об их долгосрочном характере рано. Для поддержания уровня долговой нагрузки на приемлемом уровне, компании требуется продолжать активное развитие своей сети, способствующее росту EBITDA, а также не допускать существенного увеличения совокупного долга. Пока при уже открытых 14-ти магазинах в 1 пол. 2010 г. и привлечении 6 млрд руб. через публичное заимствование, возрастают риски увеличения показателя Долг/EBITDA до 3,9x к концу текущего года.

Структура кредитного портфеля



Источник: данные компаний; оценка: Велес Капитал

МСФО, млн руб.	2007	Изм, %	2008	Изм, %	2009
Внеоборотные активы	**12 094**	**105,89**	**12 806**	**133,00**	**17 032**
Основные средства	7 420	122,78	9 110	119,17	10 856
Долгосрочные финансовые вложения	2 280	32,80	748	5,61	42
Оборотные активы	**8 940**	**82,99**	**7 419**	**110,15**	**8 172**
Запасы	2 194	130,26	2 858	129,32	3 696
Дебиторская задолженность	2 286	94,81	2 167	87,13	1 888
Денежные средства	767	63,78	489	301,02	1 472
Краткосрочные финансовые вложения	678	8,11	55	56,36	31
Итого активы	**21 034**	**96,16**	**20 225**	**124,62**	**25 204**
Акционерный капитал и резервы	**3 592**	**53,65**	**1 927**	**184,48**	**3 555**
Уставный капитал	2 725	99,99	2 725	100,00	2 725
Долгосрочные обязательства	**4 297**	**87,24**	**3 749**	**231,96**	**8 696**
Долгосрочные кредиты и займы	4 022	91,72	3 689	228,63	8 434
Краткосрочные обязательства	**13 144**	**110,69**	**14 549**	**89,03**	**12 953**
Краткосрочные займы и кредиты	5 310	99,91	5 305	59,79	3 172
Кредиторская задолженность	7 271	90,66	6 592	120,22	7 925
Итого пассивы	**21 034**	**96,16**	**20 225**	**124,62**	**25 204**

МСФО, млн руб.	2007	Изм, %	2008	Изм, %	2009
Выручка всего	**34 937**	**135**	**47 031**	**117**	**54 881**
Операционная прибыль (EBIT)	**681**	**285**	**1 939**	**128**	**2 478**
Амортизация	(899)	90	(811)	123	(999)
EBITDA	**1 579**	**174**	**2 750**	**126**	**3 477**
Норма EBIT, %	***1,95***		***4,12***		***4,52***
Норма EBITDA, %	***4,52***		***5,85***		***6,34***
Чистые финансовые доходы	(810)	88	(714)	242	(1 725)
Прибыль до налогообложения (EBT)	**(157)**	**(1 231)**	**(1 930)**		**2 681**
Норма EBT, %	***-0,45***		***-4,10***		***4,89***
Текущий налог на прибыль	(214)	(134)	286	(368)	(1 053)
Чистая прибыль	**(370)**	**(444)**	**(1 644)**		**1 628**
Норма чистой прибыли	***-1,06***		***-3,50***		***2,97***

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

МСФО, млн руб.	Норма	2007	2008	2009
I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:				
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	**1,50**	2,00	2,57	2,54
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	**1,00**	3,74	5,23	4,73
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	**2,00**	5,91	3,27	3,34
EBITDA/Проценты к уплате	**1,00**	1,83	2,48	1,80
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности (LTM)	**0,10**	-0,07	-0,31	0,51
II Коэффициенты рентабельности:				
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	**0,04**	-1,8%	-8,1%	6,5%
Рентабельность продаж	**0,05**	1,9%	4,1%	4,5%
Рентабельность по чистой прибыли	**0,02**	-1,1%	-3,5%	3,0%
III Коэффициенты структуры капитала:				
Доля собственного капитала в балансе	**0,29**	0,17	0,10	0,14
Доля краткосрочной задолженности в балансе	**0,51**	0,62	0,72	0,51
Доля краткосрочного долга		0,57	0,59	0,27
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом	**0,10**	-0,47	-0,96	-0,59
Доля внеоборотных средств в структуре баланса	**0,66**	0,57	0,63	0,68
IV Коэффициенты ликвидности:				
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	**0,12**	0,11	0,04	0,12
Коэффициент текущей ликвидности	**0,57**	0,68	0,51	0,63
Коэффициент покрытия суммарного долга	**0,47**	0,51	0,41	0,38
V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):				
Оборачиваемость активов	**2,18**	1,66	2,33	2,18
Оборачиваемость оборотных средств	**6,53**	3,91	6,34	6,72
Срок оборота дебиторской задолженности, дней	**12,34**	23,88	16,82	12,56
Срок оборота кредиторской задолженности, дней	**70,32**	96,94	67,00	70,32
Срок оборота ТМЦ, дней	**32,80**	29,25	29,05	32,80
Длительность денежного цикла		-43,81	-21,13	-24,97

РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ

	Вес	2007	2008	2009
I Соотношение притока ден.средств и долга	***30%***	**3,44**	**3,08**	**2,77**
Отношение выручки к суммарной задолженности		2,20	1,70	1,73
Отношение выручки к финансовому долгу	0,20	1,12	1,04	1,06
Долг/EBITDA	0,50	4,78	4,22	4,25
EBITDA/проценты к уплате	0,20	1,61	1,32	1,64
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,10	5,00	5,00	1,04
II Рентабельность бизнеса	***25%***	**4,43**	**4,16**	**2,73**
Рентабельность активов по прибыли от продаж	0,20	4,66	4,89	1,98
Рентабельность продаж	0,50	4,19	3,45	3,26
Рентабельность по чистой прибыли	0,30	4,67	4,85	2,34
III Структура капитала	***15%***	**4,14**	**4,39**	**4,02**
Доля собственного капитала в балансе	0,33	3,92	4,25	4,07
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,33	3,55	3,91	3,00
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом	0,33	5,00	5,06	5,02
Доля внеоборотных средств в структуре баланса				
IV Ликвидность	***10%***	**2,80**	**3,63**	**3,07**
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,33	3,14	4,26	3,00
Коэффициент текущей ликвидности	0,33	2,51	3,29	2,73
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,33	2,74	3,35	3,49
VI Экспертная оценка (1-5):	***20%***	**3,00**	**3,00**	**3,00**
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	0,33	3,00	3,00	3,00
Статус компании	0,33	3,00	3,00	3,00
Размер компании	0,33	3,00	3,00	3,00
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ		**3,64**	**3,59**	**3,02**
Уровень кредитного риска		***повышенный***	***повышенный***	***средний***

Сравнение с конкурентами

Сравнение Копейки с конкурентами проводилось на основании консолидированной МСФО за 2009 г. Были приняты следующие допущения:

- Отношение рынка к эмитенту у X5 и Магнита лучше, чем у конкурентов, что выражается в большей ликвидности их бумаг (нами присвоен рейтинг 2). В свою очередь рейтинг Седьмого Континента, который в 2009 г. допустил дефолт по облигациям, составляет 5 (как самый высокий кредитный риск). Бумаги Дикси и Копейки получили среднюю оценку, равную 3.
- Статус компании оценивается исходя из статуса акционера. В случае с Копейкой и X5, принадлежащим крупным инвесторам/холдингу/группе компаний, рейтинг оценивается в 3, остальные компании принадлежат частным инвестором, из чего рейтинг оценивается как 4.
- По размеру бизнеса только X5, как лидер рынка, заслуживает наилучшей оценки 1. Магнит, ввиду масштабной территории охвата, оценен нами в 2, остальные компании получили по 3.

Одну из наиболее низких оценок Копейка получила по структуре капитала, которая оценивается исходя из показателей доли краткосрочной задолженности и собственного капитала в балансе, а также коэффициента обеспеченности оборотных средств собственным капиталом. Высокая доля краткосрочной задолженности в балансе негативно сказывается на ликвидности компании, а значит и ее кредитном качестве. Впрочем, это является характерной чертой для российских публичных компаний продуктового ритейла, поэтому по данному показателю Копейка не выбивается среди других компаний-заемщиков.

Как мы уже отмечали в финансовом анализе компании, повышенная долговая нагрузка также является слабым местом Копейки. Это отчетливо прослеживается и при сравнении с конкурентами компании: показатель долг/EBITDA Копейки является наиболее высоким среди торгуемых аналогов, тогда как покрытие процентных платежей EBITDA самое низкое. Отметим также, что по итогам 2009 г. средняя процентная ставка по финансовому долгу у Копейки составляла почти 17%, что превышало показатель даже Седьмого Континента, допустившего дефолт по облигациям.

С целом же среди торгующихся аналогов Копейка занимает четвертое место по размерам бизнеса, а по итоговому кредитному рейтингу уступает лишь эталонному Магниту и проштрафившемуся перед инвесторами Седьмому Континенту и весьма близка к своему возможному покупателю – X5., что безусловно делает ее публичные займы довольно интересными.

МСФО, 2009 г., млн руб.	Копейка	Магнит	X5	7 континент	Дикси
Внеоборотные активы	**17 032**	**50 417**	**140 209**	**16 996**	**14 372**
Основные средства	10 856	50 304	94 627	13 115	12 741
Долгосрочные финансовые вложения	42	-	170	3 620	18
Оборотные активы	**8 172**	**26 056**	**46 696**	**19 647**	**7 530**
Запасы	3 696	12 551	18 531	3 173	3 321
Дебиторская задолженность	1 888	1 942	9 363	15 103	1 802
Денежные средства	1 472	11 222	12 451	945	1 332
Итого активы	**25 204**	**76 473**	**186 904**	**36 643**	**21 902**
Акционерный капитал и резервы	**3 555**	**43 093**	**53 607**	**17 783**	**5 784**
Уставный капитал	2 725	1	2 834	102	1
Добавочный капитал	-	30 481	61 975	8 972	4 119
Нераспределенная прибыль	830	18 036	6 027	8 513	1 652
Долгосрочные обязательства	**8 696**	**5 430**	**15 953**	**4 478**	**3 505**
Долгосрочные кредиты и займы	8 434	4 605	8 830	3 932	3 242
Краткосрочные обязательства	**12 953**	**27 950**	**117 345**	**14 382**	**12 612**
Краткосрочные займы и кредиты	3 172	8 063	50 162	4 834	5 878
Кредиторская задолженность	7 925	19 733	47 070	8 079	6 498
Итого пассивы	**25 204**	**76 473**	**186 904**	**36 643**	**21 902**

МСФО, 2009 г., млн руб.	Копейка	Магнит	X5	7 континент	Дикси
Выручка	**54 881**	**170 096**	**276 926**	**44 594**	**54 262**
Операционная прибыль (EBIT)	**2 478**	**12 513**	**11 667**	**2 901**	**1 304**
Амортизация	(999)	(3 275)	(8 521)	(1 132)	(1 603)
EBITDA	**3 477**	**15 788**	**20 188**	**4 032**	**2 907**
Норма EBIT, %	***4,52***	***7,36***	***4,21***	***6,50***	***2,40***
Норма EBITDA, %	***6,34***	***9,28***	***7,29***	***9,04***	***5,36***
Чистые финансовые доходы	(1 725)	(1 642)	(1 704)	(1 061)	(820)
Прибыль до налогообложения (EBT)	**2 681**	**10 373**	**8 385**	**1 739**	**309**
Норма EBT, %	***4,89***	***6,10***	***3,03***	***3,90***	***0,57***
Текущий налог на прибыль	(1 053)	(2 527)	(3 133)	(651)	(421)
Чистая прибыль	**1 628**	**7 846**	**5 253**	**1 088**	**(112)**
Норма чистой прибыли	***2,97***	***4,61***	***1,90***	***2,44***	***-0,21***

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

МСФО, 2009 г., млн руб.	Норма	Копейка	Магнит	X5	7 континент	Дикси
I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:						
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	**1,00**	4,73	13,43	4,69	5,09	5,95
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	**2,00**	3,34	0,80	2,92	2,17	3,14
EBITDA/Проценты к уплате	**1,00**	1,80	9,28	4,02	2,95	3,44
II Коэффициенты рентабельности:						
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	**0,04**	6%	10%	3%	3%	-1%
Рентабельность продаж	**0,05**	5%	7%	4%	7%	2%
Рентабельность по чистой прибыли	**0,02**	3%	5%	2%	2%	0%
III Коэффициенты структуры капитала:						
Доля собственного капитала в балансе	**0,29**	0,14	0,56	0,29	0,48	0,26
Доля краткосрочной задолженности в балансе	**0,51**	0,51	0,37	0,63	0,39	0,58
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом	**0,10**	-0,59	-0,07	-1,51	0,27	-0,67
IV Коэффициенты ликвидности:						
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	**0,12**	0,12	0,41	0,11	0,10	0,12
Коэффициент текущей ликвидности	**0,57**	0,63	0,93	0,40	0,57	0,57
Коэффициент покрытия суммарного долга	**0,47**	0,38	0,78	0,35	1,04	0,47
V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):						
Оборачиваемость активов	**2,18**	2,18	2,22	1,48	1,22	2,48
Оборачиваемость оборотных средств	**6,53**	6,72	6,53	5,93	2,27	7,21
Срок оборота дебиторской задолженности, дней	**12,34**	12,56	4,17	12,34	123,62	12,12
Срок оборота кредиторской задолженности, дней	**70,32**	70,32	55,34	81,83	89,64	59,72
Срок оборота ТМЦ, дней	**32,80**	32,80	35,20	32,21	35,21	30,52

РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ

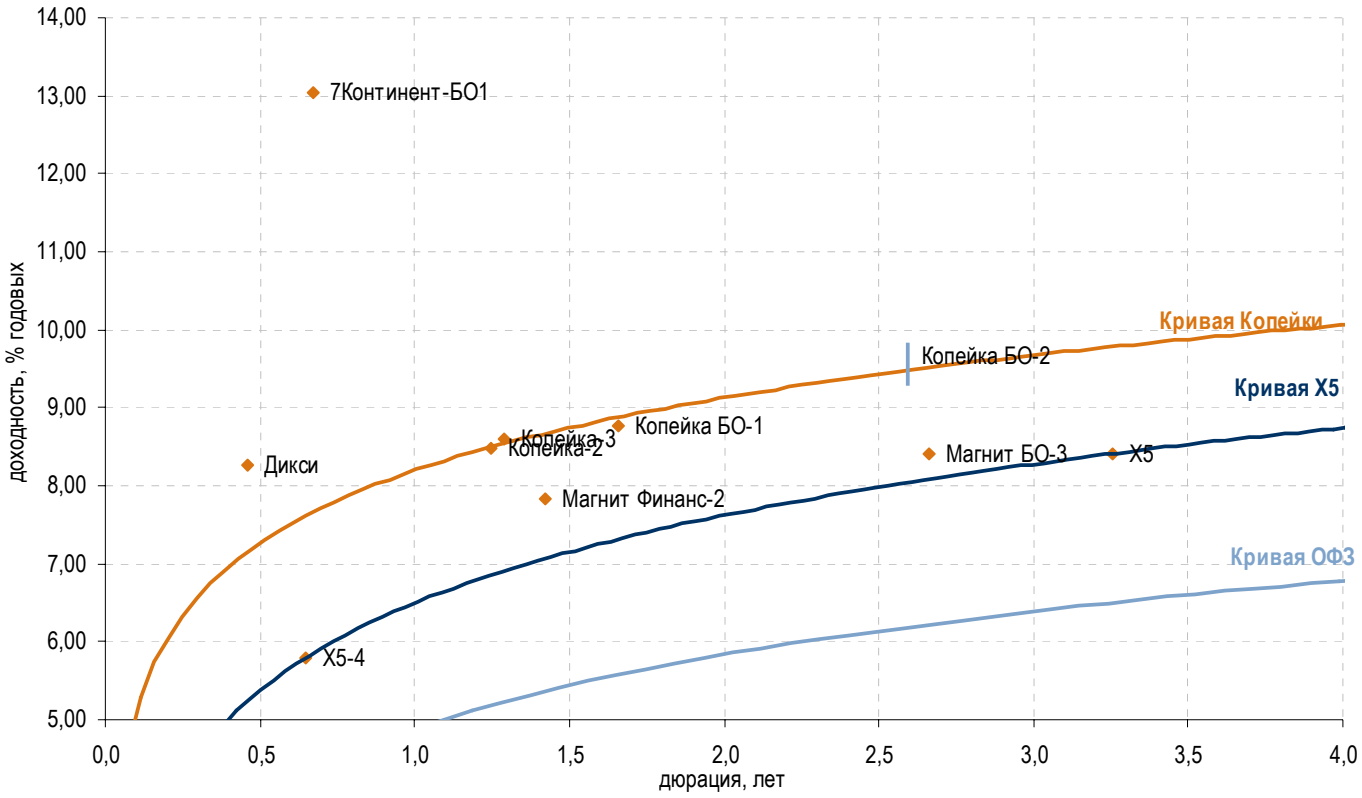
	Вес	Копейка	Магнит	X5	7 континент	Дикси
I Соотношение притока ден.средств и долга	***30%***	**2,77**	**1,38**	**2,72**	**2,21**	**3,01**
Отношение выручки к суммарной задолженности		1,73	1,16	2,11	1,84	1,40
Отношение выручки к финансовому долгу	0,20	1,06	0,93	1,06	1,04	1,02
Долг/EBITDA	0,50	4,25	1,82	4,01	3,23	4,15
EBITDA/проценты к уплате	0,20	1,64	0,96	1,10	1,22	1,15
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,10	1,04	0,96	2,87	1,39	5,00
II Рентабельность бизнеса	***25%***	**2,73**	**1,72**	**3,52**	**2,76**	**4,32**
Рентабельность активов по прибыли от продаж	0,20	1,98	1,36	3,84	3,78	4,55
Рентабельность продаж	0,50	3,26	1,98	3,41	2,27	4,09
Рентабельность по чистой прибыли	0,30	2,34	1,52	3,49	2,89	4,54
III Структура капитала	***15%***	**4,02**	**2,85**	**3,87**	**1,80**	**3,85**
Доля собственного капитала в балансе	0,33	4,07	1,52	3,00	1,75	3,22
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,33	3,00	2,29	3,56	2,40	3,32
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом	0,33	5,02	4,74	5,08	1,27	5,03
IV Ликвидность	***10%***	**3,07**	**1,56**	**3,53**	**2,63**	**3,00**
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,33	3,00	1,14	3,21	3,46	2,99
Коэффициент текущей ликвидности	0,33	2,73	1,79	3,74	3,02	3,00
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,33	3,49	1,74	3,63	1,40	3,00
VI Экспертная оценка (1-5):	***20%***	**3,00**	**2,67**	**2,00**	**4,00**	**3,33**
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	0,33	3,00	2,00	2,00	5,00	3,00
Статус компании	0,33	3,00	4,00	3,00	4,00	4,00
Размер компании	0,33	3,00	2,00	1,00	3,00	3,00
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ		**3,02**	**1,96**	**3,03**	**2,68**	**3,52**
Уровень кредитного риска		***средний***	***низкий***	***средний***	***средний***	***повышенный***

Позиционирование займа

В настоящее время у Копейки в обращении находится три более коротких выпуска облигаций серий 2, 3 и БО-1. Построенная через них кривая имеет спрэд к кривой доходности ОФЗ порядка 330 б.п., и около 150 б.п. – к кривой X5,

	Купон	Дата погашения	YTP	Дюрация	Спрэд к ОФЗ
Копейка-2	16,50	15.02.2012	8,51	1,25	327
Копейка-3	9,80	15.02.2012	8,60	1,30	331
Копейка БО-1	9,50	23.07.2013	8,97	1,67	334
Копейка БО-2	9-9,5	01.10.2013	9,31-9,84	2,6	308-362

Размещаемые биржевые облигации Копейки серии 2 предлагают доходность в диапазоне 9,31%-9,84% годовых. Мы считаем объявленный организаторами диапазон через чур оптимистичным и рекомендуем участие в его размещении ближе ко верхней границе диапазона размещения: при ставке купона в 9,5% годовых заем будет иметь премию не более 30 б.п.



Источник: ММВБ; оценка: Велес Капитал

Динамика торгов нового займа Копейки на вторичном рынке, как впрочем и прежних выпусков компании, во многом будет определяться исходя и продвижения сделки по продаже Копейки X5. До ее завершения бумаги, вероятнее всего, будут торговаться со стабильным спрэдом к относительно доходности X5 (порядка 150 б.п.), однако в случае успешного завершения поглощения данный спрэд может сузиться до 70-100 б.п.

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Управление по работе с долговыми обязательствами

bills@veles-capital.ru

Оксана Теличко
Начальник управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков
Зам. начальника управления
EShilenkov@veles-capital.ru

Оксана Степанова
Зам. начальника управления
OStepanova@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Медведев
Начальник отдела по работе с облигациями
OMedvedev@veles-capital.ru

Александр Аникин
Главный специалист
AAnikin@veles-capital.ru

Управление анализа долговых рынков

bonds@veles-capital.ru

Иван Манаенко
Начальник управления, макроэкономика
IManaenko@veles-capital.ru

Иван Лубков
Программист
ILubkov@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор
YKravchenko@veles-capital.ru

Управление по анализу рынка акций

research@veles-capital.ru

Илья Федотов
Начальник управления, телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Алексей Мартьянов
Электроэнергетика
AMartyanov@veles-capital.ru

Ирина Ладыгина
Нефть и газ
ILadygina@veles-capital.ru

Доверительное управление

am@veles-capital.ru

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabed@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж
Телефон: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,
д. 37/55
Телефон: 38 (044) 459 0250
Факс: 38 (044) 459 0251