



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

МАГНИТ. ИТОГИ 2005 ГОДА

Рейтинг	BBB
Название рейтинговой группы	Удовлетворительный (+)

\$млн.	2004	2005
Выручка	849	1 578
ЕБИТДА	15	79
ЧП	-2	37
Активы	220	408
Долг	78	163
Долг/Активы	0.35	0.40
Долг/ЕБИТДА	5.14	2.06
Выручка/Долг	10.93	9.70
ЕБИТДА/%	2.84	6.12
Маржа ЕБИТДА	1.8%	5.0%
Маржа ЧП	отр.	2.3%
ROE	отр.	74.9%
ROA	отр.	9.0%
К. ликв.	0.65	0.93
К. ср. ликв.	0.16	0.27
К. абс. ликв.	0.10	0.17

Выпуск	Магнит-Финанс-1
Объем займа, руб.	2 000 000 000
Ставка купона, %	9,34
Выплата купонов	2 раза в год
Дюрация, лет	2,29
Доходность к погашению, %	9,04

На прошлой неделе Магнит опубликовал консолидированную финансовую отчетность по МСФО. До настоящего момента компания предоставляла неконсолидированную отчетность по российским стандартам.

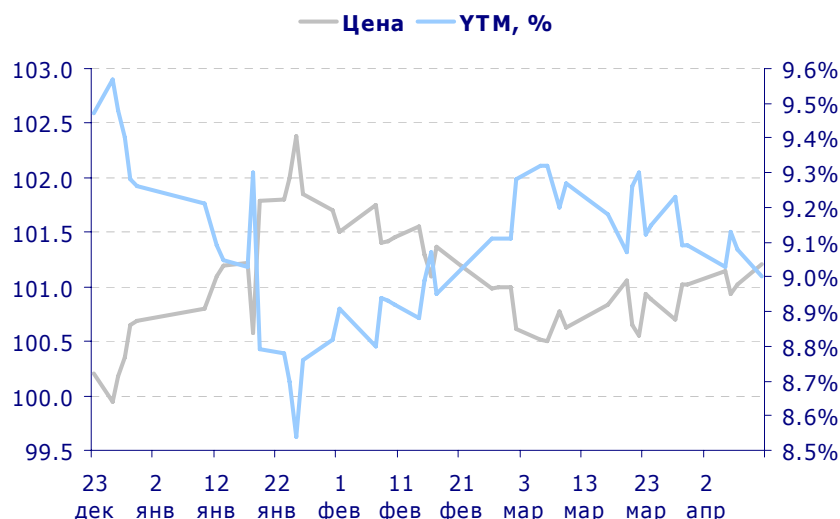
Темпы роста выручки составили 86% - абсолютный максимум среди компаний отрасли.

Рост выручки сопровождался ростом операционной рентабельности: маржа ЕБИТДА увеличилась до 5,0%.

Доля долгосрочных займов выросла до 51% с 5% в 2004г.

Компания значительно улучшила коэф. долговой нагрузки: долг/ЕБИТДА сократился с 5,14 в 2004 г. до 2,06 в 2005 г.

На наш взгляд, вышедшие данные можно однозначно расценивать как позитивные. Публикация отчетности по международным стандартам, рост операционной рентабельности, реструктуризация долгового портфеля в пользу долгосрочных займов, улучшение показателей текущей и долгосрочной ликвидности—все эти факторы способны привести к переоценке участниками рынка уровня кредитоспособности компании.



Источник: ММВБ, ГК «РЕГИОН».

В начале предыдущей недели розничная сеть «Магнит» опубликовала консолидированную финансовую отчетность по МСФО. До настоящего момента компания предоставляла неконсолидированную отчетность по российским стандартам.

Компания Магнит является одной из крупнейших отечественных розничных сетей, деятельность которой преимущественно сконцентрирована в Южном, Центральном и Поволжском регионах.

Самая большая розничная сеть среди компаний-аналогов

По количеству магазинов компания занимает первое место в отрасли, опережая ближайшего конкурента (Пятерочка) в 4,5 раза. С учетом объединения Перекрестка с Пятерочкой, анонсированного на этой неделе, Магнит останется на первом месте по количеству торговых точек, при этом разрыв относительно объединенной компании сократится до 3,5. Отметим, что непосредственное сравнение по количеству розничных точек не является корректным, т.к. магазины сравниваемых компаний имеют различный формат и сосредоточены в регионах, различающихся по уровню жизни. В частности в стратегии развития сети Магнит отмечено, что целевой аудиторией компании выступают города с населением менее полумиллиона человек, причем ориентация идет на потребителей с доходом ниже среднего. На наш взгляд, более репрезентативным показателем будет являться уровень выручки в расчете на торговую точку.

Компания позиционируется на региональном розничном рынке в сегменте «дискаунтеров». В результате выручка на точку—самая низкая в отрасли

Несмотря на рост данного показателя в 2005 г. на 25%, Магнит занимает последнее место среди компаний-аналогов, что неудивительно с учетом стратегии позиционирования компании. Интересен другой факт: в 2005 г. увеличить выручку с точки смогли всего три ритейлера: Магнит, Виктория и Перекресток. Две из указанных компаний оперируют на региональном рынке. У остальных компаний выручка на точку снизилась, причем наибольшее падение продемонстрировал Метро (-34%). По нашему мнению, это говорит о возможном насыщении московского розничного продовольственного рынка. Следовательно, в ближайшем будущем дополнительные преимущества получат компании уже оперирующие в регионах, предел насыщения в которых явно не достигнут.

Выручка в 2005 г. выросла на 86% до \$1578 млн.

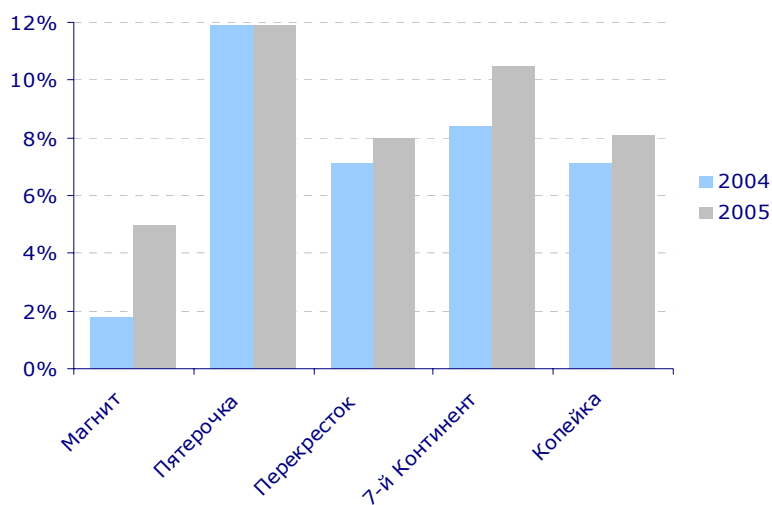
По объему выручки, Магнит занимает второе место после Метро; с учетом объединения Перекрестка и Пятерочки компания сместится на третье место. Возможно сравнение с Метро не является совсем корректным, т.к. компания позиционируется в сегменте мелкооптовой торговли, но для получения полной картины мы включили его в рассмотрение. По темпам роста выручки в 2005 г. компания заняла первое место в отрасли.

	Выручка, \$млн.			Кол-во магазинов			Выручка/магазин, 000\$		
	2004	2005	%	2004	2005	%	2004	2005	%
Магнит	848	1578	86.1%	1014	1505	48%	836	1 049	25%
Дикси	565	857	51.7%	141	218	55%	4 007	3 931	-2%
Пятерочка	1106	1350	22.1%	235	326	39%	4 706	4 141	-12%
Перекресток	660	1015	53.8%	98	129	32%	6 735	7 868	17%
Копейка	372	605	62.6%	68	120	76%	5 471	5 042	-8%
7-й Континент	510	712	39.6%	77	105	36%	6 623	6 781	2%
Метро	1110	1600	44.1%	10	22	120%	111 000	72 727	-34%
Виктория	358	561	56.7%	102	134	31%	3 510	4 187	19%
Ашан	539	620	15.0%	5	6	20%	107 800	103 333	-4%
Рамстор	490	н/д	-	39	46	18%	12 564	н/д	-

Основные показатели ритейлеров. Источник: данные компаний, оценки ГК «РЕГИОН».

Рост выручки сопровождался улучшением показателей рентабельности. Маржа EBITDA выросла до 5,0% с 1,8% в 2004 г.

Согласно данным компании, выручка в 2005 г. выросла на 86% и составила \$1578 млн. На 98% выручка формируется за счет розничных операций, оставшаяся часть приходится на опт. В отчетном периоде компания продемонстрировала впечатляющий рост рентабельности. Так, операционная прибыль выросла более чем в 7 раз, EBITDA – более чем в 5 раз. В 2005 г. компания показала чистую прибыль в размере \$37 млн. после убытка в \$1,7 млн. в 2004 г. Маржа операционной прибыли выросла до 4,0% с 1,1% в 2004 г., маржа EBITDA увеличилась до 5,0% с 1,8%. По показателям рентабельности Магнит сократил отставание от московских розничных сетей, хотя рентабельность компании остается одной из самых низких в отрасли, что, впрочем, не удивительно, учитывая рыночный сегмент компании.



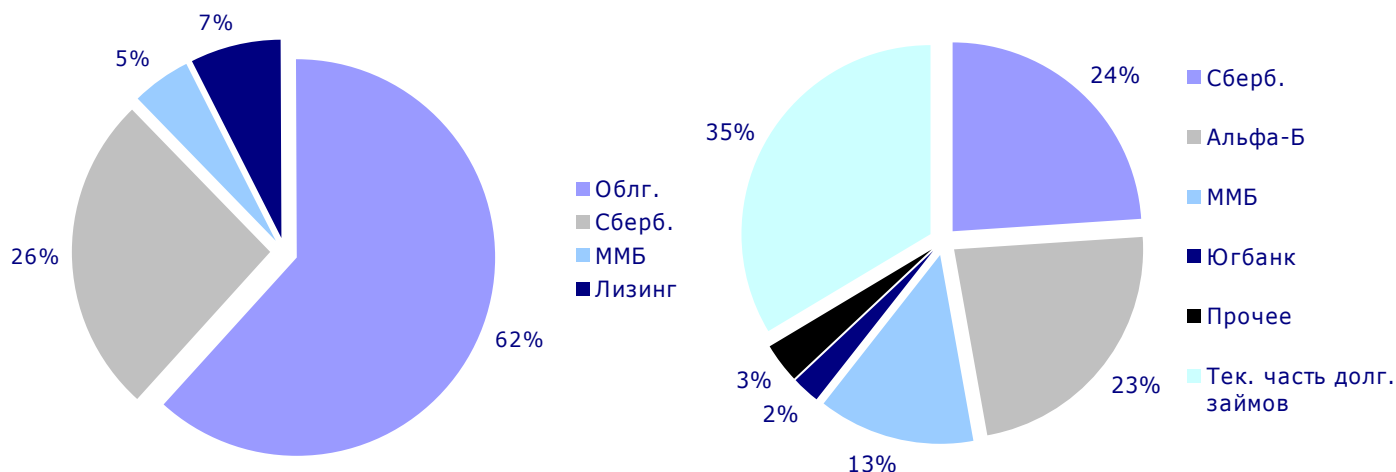
Маржа EBITDA, %. Источник: данные компаний, оценки ГК «РЕГИОН».

В 2005 г. произошло существенное улучшение долгового портфеля: доля долгосрочных займов выросла до 51% с 5% в 2004 г.

В отчетном периоде компания значительно улучшила структуру долгового портфеля. Если в 2004 г. на долю долгосрочных займов приходилось 4,2% долгового портфеля (без учета лизинга) и 5,3% (с учетом лизинга), то в 2005 г. доля долгосрочных заимствований выросла до 51,5% и 50,9% соответственно.

В структуре долгосрочных займов превалирует облигационный займ, размещенный в конце 2005 г. Объем займа составил 2 млрд. руб., ставка купона была зафиксирована на уровне 9,34%. Порядка четверти портфеля приходится на долгосрочные кредиты Сбербанка. Средневзвешенная ставка по кредитам Сбербанка оценивается в 9,64%; средневзвешенная ставка по совокупному долгосрочному портфелю займов—10,13% (с учетом лизинга) и 9,41% (без учета лизинга).

В краткосрочной части долгового портфеля превалируют кредиты Сбербанка, Альфа-Банка, ММБ на долю которых приходится 24%, 23% и 13% соответственно. Более трети портфеля приходится на текущую часть долгосрочных займов. Средневзвешенная ставка привлечения в 2005 г. составила 8,65%.



Структура долгосрочной и краткосрочной задолженности. Источник: данные компаний, оценки ГК «РЕГИОН».

Краткосрочная ликвидность улучшилась, коэф. ликвидности вырос до 0,93x. Показатели краткосрочной ликвидности одни из самых высоких среди рассматриваемых компаний.

Краткосрочная ликвидность, в целом близка среднеотраслевым значениям. Коэф. ликвидности в 2005 г. увеличился до 0,93x с 0,65x в 2004 г. Коэф. срочной ликвидности вырос с 0,16x до 0,27x; коэф. абсолютной ликвидности – с 0,10x до 0,17x. Основной причиной улучшения текущей ликвидности стала перегруппировка долговых ресурсов в пользу долгосрочных займов. Подчеркнем, что объем долгосрочных займов увеличился в 20 раз, в то время как объем краткосрочных заимствований увеличился всего на 10%. Еще одна интересная деталь: среди рассматриваемых компаний у большинства показатели текущей ликвидности либо сохранились на уровне предыдущего периода, либо незначительно ухудшились.

Рост рентабельности привел к улучшению коэф. покрытия: долг/ЕВITDA снизился в 2,5 раза до 2,06.

Рост операционной рентабельности привел к улучшению коэф. покрытия. В частности отношение долга к прибыли до уплаты налогов, процентов и амортизации сократилось до 2,06х с 5,14х в предыдущем периоде. Коэф. покрытия вырос с 2,84х до 6,12х. Стоит отметить, что уровень долговой нагрузки компании приблизился к показателям Перекрестка, хотя при этом несколько выше чем у 7-го Континента и Пятерочки.

\$млн.	Магнит		7-й Континент		Перекресток		Пятерочка	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	1Н 2004	1Н 2005
Выручка	849	1 578	510	712	660	1 015	533	638
ЕВIT	9	64	36	61	30	57	45	66
ЕВITDA	15	79	43	75	47	81	52	76
ЧП	-2	37	27	47	17	29	34	47
% расходы	5	13	0	2	8	14	2	3
Активы	220	408	215	376	370	560	416	476
СК	15	49	122	162	159	182	166	150
Долг	78	163	0	92	90	197	75	165
Долг/Активы	0.35	0.40	-	0.24	0.24	0.35	0.18	0.35
Долг/ЕВITDA	5.14	2.06	-	1.23	1.92	2.43	0.72	1.09
Выручка/Долг	10.93	9.70	-	7.76	7.31	5.16	14.26	7.74
ЕВITDA/%	2.84	6.12	167.91	44.75	6.09	5.63	33.86	21.85
Маржа ЕВIT	1.1%	4.0%	7.1%	8.6%	4.6%	5.6%	8.4%	10.4%
Маржа ЕВITDA	1.8%	5.0%	8.4%	10.5%	7.1%	8.0%	9.7%	11.9%
Маржа ЧП	отр.	2.3%	5.4%	6.6%	2.6%	2.9%	6.4%	7.4%
ROE	отр.	74.9%	22.3%	29.1%	10.7%	15.9%	41.3%	63.2%
ROA	отр.	9.0%	12.7%	12.5%	4.6%	5.2%	16.5%	19.9%
К. ликв.	0.65	0.93	1.50	0.71	0.94	0.84	0.88	0.81
К. ср. ликв.	0.16	0.27	1.12	0.46	0.42	0.25	0.68	0.66
К. абс. ликв.	0.10	0.17	0.85	0.31	0.35	0.14	0.08	0.26

Основные финансовые показатели. Источник: данные компаний, оценки ГК «РЕГИОН».

На наш взгляд, вышедшие данные можно однозначно расценивать как позитивные. Публикация отчетности по международным стандартам, рост операционной рентабельности, реструктуризация долгового портфеля в пользу долгосрочных займов, улучшение показателей текущей и долгосрочной ликвидности—все эти факторы способны привести к переоценке участниками рынка уровня кредитоспособности компании.

Рейтинг	Название рейтинговой группы	Описание класса заемщика
AAA	Высоконадежный (+)	Долговые обязательства имеют самый высокий рейтинг; способность заемщика своевременно и полностью выполнить данные долговые обязательства является высокой относительно других российских заемщиков.
AA	Надежный (+)	Долговые обязательства с данным рейтингом более подвержены воздействию неблагоприятных перемен в коммерческих, финансовых и экономических условиях, чем долговые обязательства с рейтингом 1-го Класса. Тем не менее, заемщик характеризуется достаточной способностью своевременно и полностью выполнять данные долговые обязательства относительно других российских заемщиков.
A	Надежный (-)	
BBB	Удовлетворительный (+)	Долговые обязательства с рейтингом данного класса характеризуются высоким кредитным риском относительно долговых обязательств других российских заемщиков. Несмотря на то, что таким долговым обязательствам присуща некоторая степень надежности, они в большей степени подвержены неопределенности и влиянию неблагоприятных факторов по сравнению с другими российскими долговыми обязательствами (неопределенность или влияние неблагоприятных изменений в коммерческих, финансовых и экономических условиях могут привести к недостаточной способности заемщика своевременно и полностью выполнять данные долговые обязательства).
BB	Удовлетворительный (-)	
B	Посредственный (+)	Более высокая уязвимость эмитента с данным уровнем рейтинга при наличии неблагоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий, однако в настоящее время имеется возможность исполнения долговых обязательств в срок и в полном объеме.
CCC	Посредственный (-)	
CC	Неудовлетворительный (+)	Данный рейтинг долговых обязательств означает, что на данный момент в условиях российского финансового рынка существует потенциальная возможность дефолта по данным долговым обязательствам. Своевременное выполнение данных долговых обязательств в значительной степени зависит от благоприятных коммерческих, финансовых и экономических условий. Вероятность невыполнения заемщиком данных долговых обязательств относительно других долговых обязательств российских заемщиков достаточно высока.
C	Неудовлетворительный (-)	
D	Дефолт	В отношении эмитента возбуждена процедура банкротства или предпринято аналогичное действие, но платежи или выполнение долговых обязательств продолжаются.

Группа компаний «РЕГИОН»

Группа компаний "РЕГИОН" объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО "РЕГИОН ЭСМ"), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО "РЕГИОН ФК"). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА – высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (095) 777-29-64 Факс: 975-24-48

Web-site: www.regiongroup.ru

Операции с акциями**Руководитель департамента:**

Павел Ващенко (доб.335; e-mail: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; e-mail: vladimirov@regnm.ru)

Маргарита Петрова (доб.333; e-mail: rita_petrova@regnm.ru)

Янковский Александр (доб. 585; e-mail: java@regnm.ru)

Трейдеры:

Алексей Цырульник (доб.147; e-mail: alexiz@regnm.ru)

Марина Муминова (доб.157; e-mail: muminova@regnm.ru) и
(095) 264-43-72 (прямой)

Никита Фраш (доб. 137; e-mail: frash@regnm.ru)

Рифат Летфуллин (доб. 504; e-mail: letfullin@regnm.ru)

Орловский Максим (доб.534; e-mail: orlovskiy@renm.ru)

Операции с векселями

Павел Голышев (доб.303; e-mail: golyshev@regnm.ru)

Виктория Скрыпник (доб.301; e-mail: vvs@regnm.ru)

Елена Шехурдина (доб.463; e-mail: lenash@regnm.ru),

Новикова Валентина (доб.543; e-mail: valentine@regnm.ru)

**Организация программ долгового
Финансирования**

Олег Дулебенец (доб.584; e-mail: dulebenets@regnm.ru)

Константин Ковалев (доб.547; e-mail: kovalev@regnm.ru)

**Аналитическое и информационное
Обслуживание****Директор по аналитике и информации:**

Анатолий Ходоровский (доб.538; e-mail: khodorovsky@regnm.ru)

Анализ финансовых рынков:

Александр Ермак (долговой рынок) (доб.405; e-mail: aermak@regnm.ru)

Константин Комиссаров (долговой рынок) (доб.428; e-mail: komissarovl@regnm.ru)

Отраслевой и макроэкономический анализ:

Валерий Вайсберг (доб.143; e-mail: vva@regnm.ru)

Евгений Шаго (доб.336; e-mail: shago@regnm.ru)

Операции с облигациями

Сергей Гуминский (доб.433; e-mail: guminskiy@regnm.ru)

Петр Костиков (доб.471; e-mail: kostikov@regnm.ru)

Игорь Каграманян (доб.575; e-mail: kia@regnm.ru)

Доверительное управление

Сергей Малышев (доб.120; e-mail: smalyshev@regnm.ru),

Данила Шевырин (доб.178; e-mail: she_dv@regnm.ru),

Екатерина Колотыркина (доб.180; e-mail: kolot@regnm.ru)

Страницы компании в информационной системе **REUTERS: <REGION>**

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «РЕГИОН». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.