

ОАО Торговый Дом «Копейка»: комментарий к размещению



Параметры выпуска

Эмитент	ОАО Торговый Дом «Копейка»
Серия	Б0-01
Поручительство	—
Объем, млрд руб.	3,0
Срок / оферта	3 года / 2 года
Ориентир купона	10,00–10,50%
Периодичность купонных выплат	ежеквартальная
Доходность, УТР	10,38–10,92%
Рейтинг	В-/-/-
Закрытие книги	23.07.2010 г., 17:00 мск

В последнее время мы наблюдаем возвращающийся интерес компаний 3-го эшелона к размещениям публичных долговых инструментов. Однако пока еще не сложилось четкого понимания того, насколько пережившие кризис инвесторы готовы принимать на себя высокие кредитные риски эмитентов данной категории: риск-менеджмент почти повсеместно стал более жестким, требования к заемщикам возросли. С этой точки зрения мы с интересом следим за идущим сейчас размещением биржевых облигаций ОАО Торговый Дом «Копейка».

Эмитент проделал большую работу для повышения информационной открытости и своей привлекательности: публикует в свободном доступе годовую отчетность по МСФО, активно общается с инвестиционным сообществом. К тому же рейтинг Копейки от S&P не так давно (в конце июня 2010 г.) покинул предефолтную категорию «ССС» и находится сейчас на уровне «В-», прогноз «Стабильный».

Однако – не подводя априори все компании из одной отрасли «под одну гребенку» – нам пока достаточно трудно однозначно оценить потенциальный спрос на облигации компании из сектора розничной торговли, для многих представителей которого кризис стал нелегким испытанием.

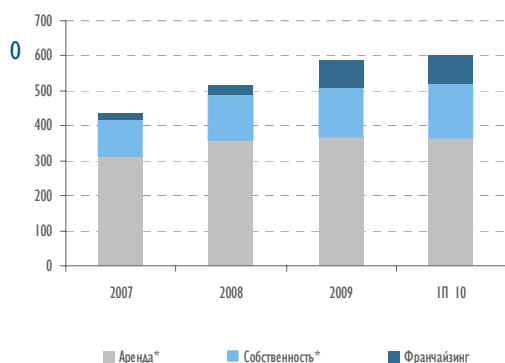
Учитывая собственную кредитоспособность Копейки, перспективы включения бумаги в ломбардный список ЦБ, а также слабую, по нашему мнению, структуру выпуска, мы полагаем, что обозначенный ориентир купона является в целом справедливым.

Общая информация

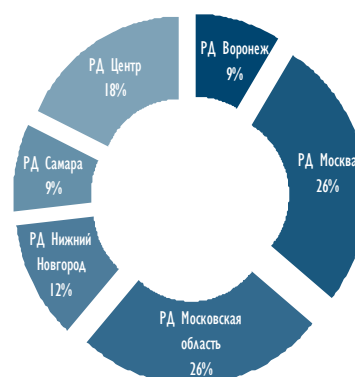
Торговый Дом «Копейка» является 7-ым по величине торгового оборота игроком отечественного рынка продуктового ритейла (по оценкам самой компании). Копейка объединяет более 600 магазинов (из которых на 30 июня 2010 г. 519 – собственных и 83 – франчайзинговых) в 25 регионах России. По данным компании, общая площадь магазинов под управлением группы составляет 558,7 тыс. кв. м (торговая площадь – 292,7 тыс. кв. м), из которых только 30,1% находятся в собственности Копейки. Больше половины площадей – 55,1% – арендуются, в то время как оставшиеся 14,8% приходятся на долю франчайзинговых магазинов.

Копейка функционирует в формате «мягкого дискаунтера» и ориентируется в основном на семьи с низким и средним уровнем дохода: средний чек ее покупателей составляет 250–300 руб. На момент выхода данного отчета нам не удалось получить от компании основные операционные показатели за 2009 – 1П 2010 г. (выручка / трафик / средний чек LFL) для того, чтобы сравнить их с показателями конкурентов.

Магазины под управлением компаний группы Копейка, по типу собственности на площадь



Магазины под управлением группы Копейка, разбивка по регионам на 30 июня 2010 г. *



* включая магазины ООО «Копейка-Поволжье»
Источник: данные компании

* РД = Региональная дирекция
Источник: данные компании



Финансовые показатели

Мы по достоинству оцениваем успехи, которых ТД «Копейка» удалось добиться за последние годы (после смены руководства в 2007 году) в контроле над операционными затратами и собственными долговыми аппетитами, что позитивно сказалось на финансовых показателях группы.

Так, рентабельность группы по EBITDA по итогам 2009 г. выросла до 6,8% (в прежние годы показатель находился в диапазоне 4,0–4,4%). Помогло как активное сотрудничество компании с поставщиками (в частности, доля предоставленных компании скидок в выручке выросла в 2009 г. до 6,3% против 4,4% в 2008 г.), так и использование собственных распределительных центров, из которых в магазины Копейки в настоящее время поставляется почти весь ассортимент товаров, и собственного транспорта, что позволяет оптимизировать транспортные расходы.

Одновременно с этим группа умерила агрессивность собственной стратегии (объем капитальных вложений в 2009 г. сократился на 77,5% г/г) и сделала более жесткой финансовую дисциплину. По состоянию на конец 2009 года, соотношение Долг/EBITDA группы находилось на неплохом по отраслевым меркам уровне в 3,1х, а доля краткосрочного долга в портфеле опустилась до 27,6%.

В 2010 году инвестиционная программа Копейки запланирована в объеме не более 1,6 млрд руб., что компании, скорее всего, по силам будет профинансировать за счет внутренних источников. У ритейлера пока нет четких планов M&A, при этом рассматривая интересные варианты сделок компания будет стремиться не допускать превышения внутреннего ограничения долговой нагрузки на уровне 3,0х Чистый долг/EBITDA.

Основные консолидированные финансовые показатели Группы компаний «Копейка» по МСФО, млрд руб.

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.	2009 г./2008 г.
Выручка	25,4	34,9	47,0	54,9	16,7%
EBITDA	1,0	1,4	2,1	3,7	78,3%
Проценты к уплате	(0,5)	(0,9)	(1,1)	(1,9)	72,3%
Чистая прибыль	(0,4)	(0,4)	(1,6)	1,6	-199,0%
Чистый операционный денежный поток	0,0	2,0	4,1	2,8	-31,0%
Капитальные вложения	(3,4)	(2,2)	(1,7)	(0,4)	-77,5%
Расходы на приобретение дочек	0,0	(0,8)	0,1	(1,2)	-2462,0%
Совокупный долг, в том числе	8,0	11,3	9,0	11,6	29,0%
<i>краткосрочный долг</i>	<i>2,9</i>	<i>7,3</i>	<i>5,3</i>	<i>3,2</i>	<i>-40,2%</i>
Денежные средства и эквиваленты	0,7	0,8	0,5	1,5	201,0%
Собственный капитал	3,7	3,6	1,9	3,6	84,5%
Всего активов	15,9	21,0	20,2	25,2	24,6%
Ключевые показатели					
Рентабельность по EBITDA, %	4,0%	4,0%	4,4%	6,8%	
EBITDA/Проценты (х)	2,0	1,6	1,9	1,9	
Долг/EBITDA (х)	7,8	8,2	4,3	3,1	
Чистый долг/EBITDA (х)	7,2	7,6	4,1	2,7	

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

В то же время потенциальным инвесторам в долговые бумаги Копейки не следует забывать о том, что долговая нагрузка на компанию в настоящее время все же остается высокой (в частности, соотношение EBITDA/Проценты в последние годы не выходило за пределы отметки в 2,0х).



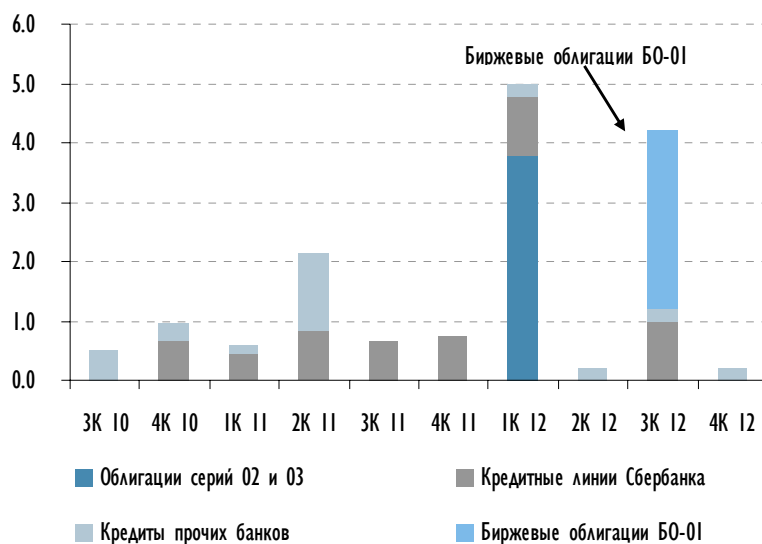
Место биржевых облигаций в долговом портфеле группы

К тому же в долговом портфеле компаний группы облигации ОАО ТД Копейка БО-01 де-факто окажутся субординированными (и в структурном, и во временном аспекте) по сравнению с большинством остальных заимствований.

Так, мы обращаем внимание на то, что эмитентом бумаги выступает ОАО Торговый Дом «Копейка» – головная компания группы, которая по сути лишь контролирует пакеты дочерних организаций, в то время как операционные денежные потоки и права собственности на недвижимость сконцентрированы на отдельных дочерних организациях. При этом если по выпускам Копейка-02 и Копейка-03 действует поручительство ООО Копейка-Москва (управляет московскими магазинами) и ООО Копейка-Девелопмент (владеет правами собственности на недвижимость группы), то по выпуску ТД Копейка БО-01 подобного обеспечения не предусмотрено.

Большая часть основных активов группы, насколько мы понимаем, уже находится в обеспечении по ее банковским кредитам, которые в основном оформлены на ООО «Копейка-Москва», – в презентации к размещению говорится о том, что в настоящее время лишь около 27% собственных торговых площадей компаний группы не обременены залогом. Также нельзя не заметить, что при в целом благоприятной текущей временной структуре кредитного портфеля группы (основные банковские кредиты амортизируются, а не гасятся единовременно, что позволяет «сгладить» график платежей по долгу) – биржевые облигации БО-01 станут одним из наиболее длинных долгов Копейки.

Выплаты компаний группы Копейка по основному долгу привлеченных кредитов и облигаций, млрд руб.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

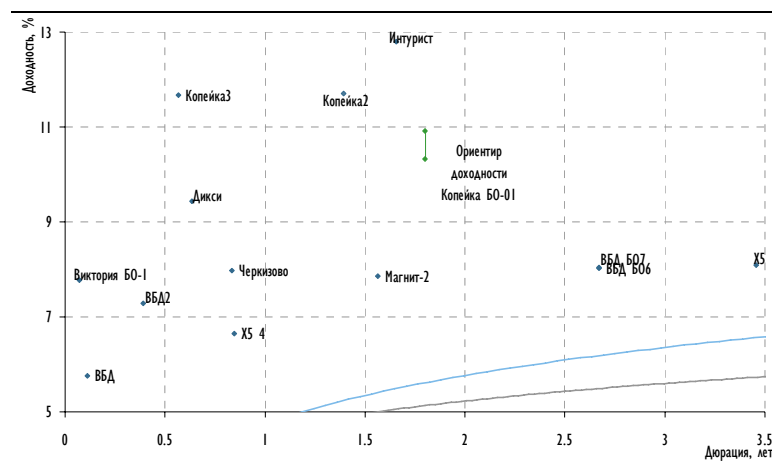
Позиционирование выпуска

Изначально ориентир по ставке купона биржевых облигаций Копейки составлял 10,25–10,75% годовых, сегодня днем он был понижен до 10,00–10,50%. Мы полагаем, что даже после понижения ориентира бумага предлагает хорошую премию к обращающимся выпускам компаний из ритейла, чтобы компенсировать в том числе упомянутые структурные риски.

Так, даже в случае размещения бумаги по нижней границе ожидаемого диапазона (УТР 10,38% @ июль 2012 г.), выпуск ТД Копейка БО-01 будет предлагать почти 250 б. п. премии к несколько более короткому выпуску Магнита (УТМ 8,0% @ март 2012 г.), что в целом видится нам справедливым.

В настоящее время мы не выделяем существенных фундаментальных отличий в прочности кредитных профилей Магнита (-/-/-) и X5 Retail Group (B1/BB-/-). При этом 240 и более б. п. премии, которые бумага Копейка БО-01 будет предлагать к выпуску Магнит Финанс-02, выглядят более-менее адекватной компенсацией за разницу в кредитных рисках величиной в 2-3 ступени рейтинга, равно как и за структурные аспекты эмиссии. Мы напоминаем, что бумага Копейки также имеет потенциал включения в ломбардный список ЦБ.

Позиционирование биржевых облигаций ОАО ТД «Копейка» БО-01



Источник: ММВБ, Газпромбанк

Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Стратегия на фондовом рынке
Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru

Долговой рынок
Алексей Дёмкин, СФА
Яков Яковлев
Юрий Тулинов
+7 (495) 980 43 10
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 (495) 988 24 92
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru
+7 (495) 913 74 74 доб. 2 14 17
Yury.Tulinov@gazprombank.ru

Макроэкономика
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085
Anna.Bogdyukevich@gazprombank.ru

Телекоммуникации и медиа
Андрей Богданов
Анна Курбатова
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru
+7 (495) 913 78 85
Anna.Kurbatova@gazprombank.ru

Транспорт и машиностроение
Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33
Aleksi.Astapov@gazprombank.ru

Нефть и газ
Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89
Ivan.Khromushin@gazprombank.ru

Потребительский сектор
Рустам Шихахмедов
+7 (495) 428 50 69
Rustam.Shikhakhmedov@gazprombank.ru

Металлургия
Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06
Sergei.Kanin@gazprombank.ru

Электроэнергетика
Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26
Dmitry.Kotlyarov@gazprombank.ru

Химическая промышленность
Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33
Aleksi.Astapov@gazprombank.ru

Редакторская группа
Татьяна Курносенко
Юлия Мельникова
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Tatiana.Kurnosenko@gazprombank.ru
+7 (495) 980 43 81
Julia.Melnikova@gazprombank.ru

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44
Igor.Eshkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66
Andrei.Mironov@gazprombank.ru

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80
Ilya.Remizov@gazprombank.ru

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80
kuzd@gazprombank.ru

Вера Ярышккина
+7 (495) 980 41 82
Vera.Yaryshkina@gazprombank.ru

Трейдинг

Елена Капица
+7 (495) 988 23 73
Elena.Kapitsa@gazprombank.ru

Дмитрий Рябчук
+7 (495) 719 17 74
Dmitry.Ryabchuk@gazprombank.ru

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Евгений Терещенко
+7 (495) 988 24 10
Evgeniy.Tereschenko@gazprombank.ru

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03
Maria.Bratchikova@gazprombank.ru

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48
Vitaly.Zarkhin@gazprombank.ru

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59
Maxim.Maletin@gazprombank.ru

Трейдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11
Valeriy.Levit@gazprombank.ru

Андрей Чичерин
+7 (495) 983 19 14
Andrey.Chicherin@gazprombank.ru

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.