

14 июля 2010

## Содержание

• **Копейка: комментарий к размещению**

Стр 1

### Копейка: комментарий к размещению

В понедельник была открыта книга заявок на участие в размещении биржевых облигаций ОАО «Торговый Дом «Копейка» (S&P: B-) первой серии в объеме 3 млрд руб. Облигации имеют двухгодичную оферту и, согласно заявленным организаторами ориентирам, предлагают доходность в диапазоне 10.65-11.2%% (купон 10.25%–10.75%, дюрация 1.83 года). Мы полагаем, что даже при размещении по нижней границе заявленного диапазона доходности облигации Копейки найдут достаточный спрос среди инвесторов с аппетитом к риску эмитентов третьего эшелона.

Копейка – седьмая в России по объему выручки розничная сеть, состоящая из 601 (на 30.06.2010) продуктового магазина формата дискаунтер в Москве и области, Центрально-Черноземном районе, Нижегородской и Самарской областях. Магазины сети располагаются в основном на арендованных площадях (55%), порядка 30% находятся в собственности компании, а остальные 15% управляются партнерами Копейки в рамках франчайзинговых соглашений. Семь собственных распределительных центров обрабатывают, по оценке компании, порядка 80%–90% товарного ассортимента сети.

**Копейка открыла книгу заявок на биржевые облигации – мы считаем, что выпуск найдет спрос**

**Копейка – седьмая в России розничная сеть формата дискаунтер**

#### Основные показатели ОАО «ТД «Копейка» по МСФО (млн. руб)

Период	Выручка	Валовая маржа	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	Краткосрочный долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Процентные расходы, раз
2007	34 937	21.6%	1 385	4.0%	11 293	8.2	5.2	0.8
2008	47 031	23.6%	2 012	4.3%	8 994	4.5	2.6	1.7
2009	54 881	25.1%	3 555	6.5%	11 606	3.3	0.9	1.3

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Отдельно стоит отметить, что в финансовой отчетности по МСФО Копейка признает продажи франчайзинговых магазинов в составе совокупной выручки, доля которых составила 12% в 2009 году (без учета выручки приобретенного и консолидированного в середине 2009 года франчайзи – «Копейка-Поволжье»). Такой подход нам видится справедливым, поскольку в отличие от Х5, Копейка не получает роялти за использование бренда, а, наоборот, уплачивает комиссию в зависимости от оборота франчайзинговой точки. Другими словами, Копейка компенсирует операционные издержки торговой точки, но ввиду того, что такая плата привязана к объему выручки, компания не несет существенного риска получения убытков.

**В составе выручки признаются продажи, осуществляемые по франчайзинговым соглашениям**

Финансовые показатели Копейки вполне соответствуют ее конкурентному положению, а также масштабу бизнеса. Отметим, что в 2007 году произошли существенные изменения в менеджменте компании, и новая команда сфокусировалась в первую очередь на повышении эффективности сети. Валовая маржа и рентабельность по ЕБИТДА заметно увеличились в 2009 году и составили 25.1% и 6.5% (23.6% и 4.3%, соответственно, годом ранее). Несмотря на это уровень рентабельности компании отстает от лидеров розничного рынка - Х5 и Магнит – что, по-видимому, отражает как более слабые конкурентные позиции Копейки, так и еще не до конца реализованный потенциал сети под руководством новой команды менеджеров. Мы полагаем, что эти же факторы во многом обуславливают снижение объема сопоставимых продаж Копейки на протяжении последних 12 месяцев (начиная с июля 2009 года).

**Рентабельность возросла, но по-прежнему отстает от показателей лидеров рынка, что отражает более слабые конкурентные позиции Копейки**

Существенным достижением компании за последние 2 года стало заметное улучшение в части долговой нагрузки, а также структуры заемного капитала. По итогам 2009 года соотношение долга и чистого долга к EBITDA составило 3.3x и 2.85x соответственно, и, по словам менеджмента, такого же уровня долговой нагрузки компания впредь планирует придерживаться. На конец июня 2010 года валовый долг Копейки составлял 12.9 млрд рублей, причем на долю краткосрочных обязательств приходилось лишь 18% или 2.3 млрд рублей. В случае удачного размещения биржевых облигаций первой серии и рефинансирования краткосрочных кредитов, следующей существенной выплатой Копейки окажется четырехмиллиардный кредит Сбербанка с погашением в декабре 2011 года.

По информации, предоставленной компанией, инвестиционная программа Копейки на 2010 год составляет порядка 1.5 млрд рублей, причем большая ее часть приходится на финансирование дальнейшего органического роста сети. Мы считаем, что если краткосрочный долг Копейки будет успешно рефинансирован новым выпуском облигаций, то компании будет вполне под силу осуществить запланированные инвестиции за счет собственных средств. При этом долговая нагрузка Копейки по итогам 2010 года останется в рамках озвученных ориентиров – 3x Чистый Долг/EBITDA. Однако мы не исключаем, что в случае появления привлекательных для Копейки возможностей в области M&A, менеджмент может отступить от указанных ограничений и нарастить объем валового долга.

В целом мы считаем, что кредитный профиль Копейки выглядит вполне приемлемо для инвесторов с аппетитом к риску эмитентов третьего эшелона. Наряду с заметно окрепшим кредитным профилем Копейки, позитивным моментом для инвесторов может послужить хорошая кредитная история компании на долговом рынке, а также наличие потенциальной поддержки со стороны родственного банка Уралсиб. Тем не менее, инвесторам не стоит упускать из вида, что перед менеджментом компании все еще стоят достаточно сложные задачи по дальнейшему повышению эффективности сети и улучшению динамики сопоставимых продаж на фоне все более высокой конкуренции со стороны крупных игроков рынка.

В прессе неоднократно обсуждались планы акционера Копейки по продаже розничного бизнеса целиком или выводу компании на IPO. Хотя, данные события с большой вероятностью позитивно сказались бы на кредитных характеристиках Копейки, мы все же не рекомендуем инвесторам возлагать большие надежды на их осуществление при принятии решения о покупке облигаций Копейки. По нашему мнению, круг потенциальных покупателей сети на сегодняшний день достаточно ограничен, а обсуждаемая цена продажи компании видится многим отраслевым экспертам несколько завышенной. В то же время, учитывая сохраняющуюся волатильность на мировых рынках, мы не беремся оценивать успешность IPO Копейки в течение 2010–2011 года (временные ориентиры, которые обсуждались в прессе).

Мы считаем, что заявленные ориентиры доходности являются вполне адекватными кредитному качеству компании и предлагают достаточную премию к бумагам лидеров розничного рынка. При размещении по нижней границе доходности премия выпуска Копейка БО–1 (с учетом дюрации) к облигациям X5 первой серии составила бы более 300 б.п., а Магнита второй серии – порядка 250 б.п. Мы полагаем, что для соответствующей категории инвесторов участие в новых выпусках Копейки представляет интерес даже по нижней границе заявленного диапазона доходности. Однако ввиду того, что дата закрытия книги намечена на 23.07.2010, мы рекомендуем выставлять заявки исходя из рыночной конъюнктуры ближе к концу следующей недели.

**Структура долга заметно улучшилась. В будущем компания планирует придерживаться соотношения 3.0x Чистый Долг/EBITDA**

**Инвестиционная программа нацелена на органический рост сети и с большой вероятностью будет реализована за счет собственных средств Копейки**

**Мы полагаем, что кредитный профиль Копейки весьма приемлем для инвесторов с аппетитом к риску третьего эшелона**

**Не рекомендуем возлагать большие надежды на продажу бизнеса или IPO при принятии решений о покупке облигаций Копейки**

**Ориентиры доходности выглядят адекватно на сегодняшний день, но заявки рекомендуем выставлять в конце следующей недели**

# ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес 119071, Ленинский пр т, д. 15А  
Телефон (+7 495) 721 9900  
Факс (+7 495) 721 9901

Константин Сорин konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2893  
Антон Плетенев anton.pletenev@raiffeisen.ru (+7 495) 221 9801

## Аналитика

## Продажи

Наталья Пекшева sales@raiffeisen.ru (+7 495) 721 3609  
Андрей Бойко (+7 495) 775 5231  
Анастасия Евстигнеева (+7 495) 721 9971  
Антон Кеняйкин (+7 495) 721 9978

## Операции на рынке облигаций

## Торговые операции

Александр Лосев alosev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9976  
Александр Глебов aaglebov@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2857  
Семен Гавриленко semen.gavrilenko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9974

## Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно банковских операций

Никита Патрахин npatrakhin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2834

Выпуск облигаций  
Олег Гордиенко ogordienko@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2845  
Олег Корнилов okornilov@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2835  
Екатерина Михалевич emikhalevich@raiffeisen.ru (+7 495) 775 5297  
Дмитрий Румянцев droumiantsev@raiffeisen.ru (+7 495) 721 2817  
Анастасия Байкова abaikova@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9114  
Татьяна Костина tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru (+7 495) 225 9184  
Тимур Файзуллин tfazullin@raiffeisen.ru (+7 495) 721 9900

## Организация облигационных займов

## ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Предлагаемый вашему вниманию ежедневный информационно аналитический бюллетень подготовлен ЗАО «Райффайзенбанк» (далее «Райффайзенбанк») исключительно для информационных целей и не может служить основанием для принятия каких либо инвестиционных решений. Ничто в настоящем бюллетене не должно рассматриваться как предоставление инвестиционного, юридического или налогового консультирования. Настоящий бюллетень не является предложением или рекомендацией к покупке, продаже или подписке на какие либо ценные бумаги или финансовые инструменты, а также рекламой или оценкой стоимости ценных бумаг или иных финансовых инструментов в соответствии с российским законодательством о рекламой и оценочной деятельности.

Информация, содержащаяся в настоящем бюллетене, была получена из источников, которые Райффайзенбанк считает надежными. Несмотря на принятие разумных мер для обеспечения достоверности такой информации, Райффайзенбанк не проводит ее независимую проверку. Ни Райффайзенбанк, ни его акционеры, аффилированные лица, директора, должностные лица, сотрудники или консультанты не дают каких либо гарантий и не делают заверений, выраженных или подразумеваемых, и не несут никакой ответственности в отношении точности, полноты и достоверности такой информации, а также не несут никакой ответственности за любое использование настоящего бюллетеня или любые убытки, прямые или косвенные, понесенные любым получателем настоящего бюллетеня или любым иным лицом в результате использования любой содержащейся в бюллетене информации. Любая информация, содержащаяся в настоящем бюллетене, может изменяться в любое время без уведомления. Ни Райффайзенбанк, ни его акционеры, аффилированные лица, директора, должностные лица, сотрудники или консультанты не берут на себя обязательств по обновлению настоящего бюллетеня. Райффайзенбанк мог и может выпускать другие бюллетени, информация в которых может не соответствовать информации, приведенной в настоящем бюллетене. Райффайзенбанк не берет на себя обязательств по направлению таких бюллетеней любым получателям настоящего бюллетеня.

Любые мнения, прогнозы или оценки, содержащиеся в настоящем бюллетене, включая элемент субъективного суждения и анализа. В результате использования различных исходных данных и критериев, а также анализа информации для различных целей, мнения, изложенные в бюллетене, могут отличаться или противоречить мнениям, выраженным другими подразделениями Райффайзенбанка. Наши специалисты могут давать устные и письменные комментарии или предлагать торговые стратегии клиентам, а также нашим подразделениям по управлению активами, торговым операциям и инвестиционному бизнесу, которые могут отличаться от мнений, приведенных в настоящем бюллетене, а принимаемые такими подразделениями инвестиционные решения могут расходиться с рекомендациями, приведенными в настоящем бюллетене.

Райффайзенбанк, его акционеры, аффилированные лица, директора, должностные лица, сотрудники (включая аналитиков, принимавших участие в составлении настоящего бюллетеня) или клиенты могут иметь (могли иметь) длинные или короткие позиции в любых упомянутых ценных бумагах или финансовых инструментах, а также могут периодически покупать или продавать, а также делать предложения о покупке или продаже таких ценных бумаг или финансовых инструментов на открытом рынке или иным образом. Инвесторы должны осознавать, что Райффайзенбанк и его аффилированные лица могут состоять в деловых отношениях (а также стремиться к установлению таковых) с любыми эмитентами, упомянутыми в настоящем бюллетене, оказывать им инвестиционные банковские услуги, услуги на рынках капитала, а также иные финансовые и консультационные услуги. Сотрудники Райффайзенбанка или его аффилированных лиц могут или могли быть должностными лицами или директорами соответствующих эмитентов. В таких случаях Райффайзенбанк применяются процедуры, направленные на избежание конфликта интересов, а для управления потоком информации устанавливаются и поддерживаются информационные барьеры (Chinese walls).

Описание любых эмитентов и их ценных бумаг или финансовых инструментов, а также рынков и событий, не является исчерпывающим. Бюллетень не должен рассматриваться инвесторами в качестве замены осуществлению собственного суждения, так как бюллетень не учитывает особенностей инвестиционных целей, финансового положения и потребностей каких либо конкретных получателей бюллетеня. В любом случае инвесторам рекомендуется обращаться к компетентным консультантам и принимать собственные независимые решения относительно того, является ли инвестирование в какие либо ценные бумаги или финансовые инструменты целесообразным.

Любые инвестиции, описанные в настоящем бюллетене, не являются обязательно приемлемыми для всех инвесторов, могут быть связаны со значительным риском, могут быть неликвидными, а их осуществление не обязательно возможно во всех юрисдикциях. Стоимость, цена и доход от любых инвестиций, упомянутых в настоящем бюллетене, могут меняться. Прошлые результаты не всегда являются индикативными для будущих результатов, прибыль не может быть гарантирована, более того, первоначально инвестированный капитал может быть потерян. Колебания обменных валютных курсов, а также иные политические, экономические и рыночные риски могут оказать негативное влияние на стоимость, цену или доходность некоторых инвестиций. Инвестирование в ценные бумаги и финансовые инструменты стран с развивающейся экономикой, таких как Россия и другие страны СНГ, может быть связано со значительным риском.

Каждый аналитик, частично или полностью ответственный за содержание настоящего бюллетеня, подтверждает, что все суждения, изложенные в настоящем бюллетене, точным образом отражают его личное мнение в отношении эмитентов и их ценных бумаг или финансовых инструментов. Каждый аналитик также подтверждает, что никакая часть его вознаграждения не была, не является и не будет прямо или косвенно связана с конкретными рекомендациями или суждениями, изложенными в бюллетене.

Настоящий бюллетень не может воспроизводиться, публиковаться или распространяться, полностью или частично, без предварительного письменного согласия Райффайзенбанка. Настоящий бюллетень подготовлен Райффайзенбанком и может быть использован на территории Российской Федерации в соответствии с законодательством Российской Федерации. Распространение бюллетеня в других юрисдикциях может быть ограничено применимым законодательством, в связи с чем, лица, получившие настоящий бюллетень, должны осознавать и соблюдать любые такие ограничения. Принятие бюллетеня означает ваше согласие с вышеуказанными ограничениями.

