

Календарь размещений									
Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Оферта	Дата погашения	Тип размещения	Организаторы	Ориентир организатора по доходности	Рекомендации НОМОС-БАНКа
27 июля 2010 года	ТД «Копейка» (ОАО)	БО-1	3	2 года	23.07.2013	book-building (сбор заявок с 12 по 23 июля 2010 года)	ООО «УРАЛСИБ Капитал»	10.38–10.92%	10.4–10.7%

ТД «Копейка»

Александр Полкутов
polyutov_av@nomos.ru

На 27 июля 2010 года запланировано размещение трехлетнего выпуска биржевых облигаций ТД «Копейка» серии БО–1 объемом 3 млрд руб., которое проходит по схеме book–building. Сбор адресных заявок продлится с 12 по 23 июля 2010 года. По выпуску предусмотрена оферта через 2 года. Предполагается, что новые бумаги попадут в котировальный список «В» ММВБ. Стоит отметить, что в ходе сбора заявок на покупку облигаций выпуска, организатор займа снизил индикативную ставку купона до 10,0–10,5% годовых, что соответствует доходности 10,38–10,92% годовых. Ранее ориентир по ставке составлял 10,25–10,75% годовых (УТР 10,65–11,20% годовых).

Облигационные выпуски ТД «Копейка»			
Серия	02	03	БО-1
Эмитент	ТД «Копейка» (ОАО)		
Объем	4 млрд руб.	4 млрд руб.	3 млрд руб.
Статус	В обращении	В обращении	Планируется
Размещение	22.02.2006	21.02.2007	27.07.2010
Погашение	15.02.2012	15.02.2012	23.07.2013
Дюрация	1.44 года	1.67 года	-
Купон	4 раза в год	4 раза в год	2 раза в год
Оферта	-	-	2 года
Доходность	10.19%	11.48%	10.38-10.92%

Источник: Cbonds, данные Компании

Привлеченные средства Ритейлер планирует направить на рефинансирование краткосрочной части долга. Вместе с тем, новые бумаги Эмитента соответствуют необходимым критериям Ломбардного списка ЦБ, в том числе по уровню кредитных рейтингов («В–/Стабильный» от S&P).

Рейтинги ТД «Копейка»		
Рейтинговое агентство	Рейтинг	Дата пересмотра
S&P	В-/Стабильный	29.06.2010

Источник: Cbonds

В свою очередь, мы отмечаем улучшение кредитных метрик «Копейки» по итогам 2009 года, как в плане повышения эффективности бизнеса, так и снижения уровня долговой нагрузки, который можно назвать умеренным. Поэтому, принимая все это во внимание, а также положительную кредитную историю Эмитента, связанную с исполнением оферт по двум выпускам облигаций на общую сумму 8 млрд руб., и дефицит бумаг компаний сектора продуктовой розницы на публичном долговом рынке, мы считаем, что размещение биржевых облигаций Ритейлера пройдет с доходностью 10,4–10,7% годовых. Поэтому рекомендуем принять участие в размещении выпуска на этих уровнях.

Вкратце о «Копейке»

ТД «Копейка» является одной из ведущих продуктовых розничных сетей России, которая работает в формате «дискаунтер» под торговой маркой «КОПЕЙКА». По собственным оценкам, Ритейлер занимает 7 место по торговому обороту среди игроков продуктовой розницы в стране. По состоянию на 22 июня 2010 года под управлением Компании находилось 600 магазинов, расположенных в 193 городах 25 субъектов России (в Москве и Московской области, Центральном, Центрально–Черноземном, Поволжском и Волго–Вятском районах). За 2009 год с учетом франчайзинговых соглашений количество магазинов в сети увеличилось на 70 до 587, суммарная торговая площадь выросла на 15% до 288 тыс. кв. м. Значительный прирост количества магазинов в минувшем году был обеспечен заключением франчайзинговых соглашений с сетями «Марка» и «Самохвал» (14 и 28 объектов в Центральном федеральном округе соответственно). В результате, на долю франчайзи в конце 2009 года приходилось порядка 13% всех магазинов Ритейлера, которые обеспечили около 18% консолидированной выручки Компании, но без учета финансовых показателей регионального франчайзи ООО «Копейка–Поволжье», которое было приобретено ТД «Копейка» в конце июня 2009 года (управляло в 2008 году 172 магазинами). В 2010 году Ритейлер планирует расширить торговую площадь своей сети на 15% до



Источник: данные Компании

331 тыс. кв. м.

Компания располагает собственной системой логистики, состоящей из 7 распределительных центров, способных обслуживать магазины общей торговой площадью около 340 тыс. кв. м. (или более 800 магазинов типичного для Сети формата). Кроме того, у «Копейки» имеется собственный транспортный парк, который превышает 330 грузовых автомобилей и 100 грузовых прицепов. По данным Ритейлера, из распределительных центров Компании собственными силами поставляется в магазины сети около 96% всех товаров, что позволяет получать экономию на транспортных расходах.

Убедительные финансы «Копейки»

В последние годы ТД «Копейка» демонстрирует улучшение своего финансового профиля, о чем свидетельствуют цифры последней отчетности Компании по МСФО за 2009 год (аудитор Ernst&Young). Стоит отметить, что Ритейлер на регулярной основе готовит отчетность по МСФО один раз в год, раскрывая ее в свободном доступе.

Финансовые результаты ТД «Копейка» в 2007-2009 гг. по МСФО					
млрд руб.	2009	2008	2007	2009/2008	2008/2007
Основные финансовые показатели					
Выручка	54.881	47.031	34.937	16.7%	34.6%
Собственные магазины	44.289	35.445	27.849	25.0%	27.3%
Магазины по франшизе	9.880	11.019	6.771	-10.3%	62.7%
Прочая выручка	0.712	0.567	0.316	25.6%	79.3%
Валовая прибыль	13.748	11.120	7.560	23.6%	47.1%
ЕБИТДА	3.710	2.081	1.385	78.3%	50.3%
Чистая прибыль (убыток)	1.628	-1.644	-0.120	-	-
% расходы	-1.914	-1.111	-0.863	72.3%	28.8%
Активы	25.204	20.225	21.034	24.6%	-3.8%
Дебиторская задол-ть	1.888	2.167	2.286	-12.9%	-5.2%
Денежные средства и их эквиваленты	1.472	0.489	0.767	201.0%	-36.2%
Финансовый долг, в т.ч.	11.606	8.994	11.293	29.0%	-20.4%
долгосрочный	8.434	3.689	4.022	128.6%	-8.3%
краткосрочный	3.172	5.305	7.271	-40.2%	-27.0%
Чистый долг	10.134	8.505	10.526	19.2%	-19.2%
Кредиторская задол-ть	7.925	6.592	5.310	20.2%	24.1%
Показатели эффективности и покрытия долга					
Валовая маржа	25.1%	23.6%	21.6%	1.5 п.п.	2.0 п.п.
Рентабельность ЕБИТДА	6.8%	4.4%	4.0%	2.4 п.п.	0.4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	3.0%	-	-	-	-
Финансовый долг/ЕБИТДА	3.13	4.32	8.16	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	2.73	4.09	7.60	-	-
ЕБИТДА/% к уплате	1.94	1.87	1.61	-	-
Финансовый долг/Активы	0.46	0.44	0.54	-	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Смена команды менеджмента Ритейлера, произошедшая в 2007 году, привела к кардинальному пересмотру стратегии «Копейки», а именно переходу от агрессивной экспансии к укреплению ее позиций в регионах присутствия с высокой узнаваемостью бренда «КОПЕЙКА». Новое руководство направило все свои усилия на повышение эффективности бизнеса Ритейлера и снижение уровня его долговой нагрузки. В результате, по итогам 2009 года все финансовые показатели Компании отразили положительную динамику относительно 2008 года: выручка увеличилась на 16,7% до 54,9 млрд руб., валовая прибыль – на 23,6% до 13,75 млрд руб., показатель ЕБИТДА – на 78,3% до 3,7 млрд руб., а валовая маржа и рентабельность ЕБИТДА возросли на 1,5 п.п. до 25,1% и на 2,4 п.п. до 6,8% соответственно. Добиться

таких результатов «Копейке» удалось благодаря расширению своей сети (торговая площадь за 2009 год увеличилась на 15%) и контролю над издержками (доля общих и административных расходов в выручке снизилась за минувший год на 0,9 п.п. до 20%).

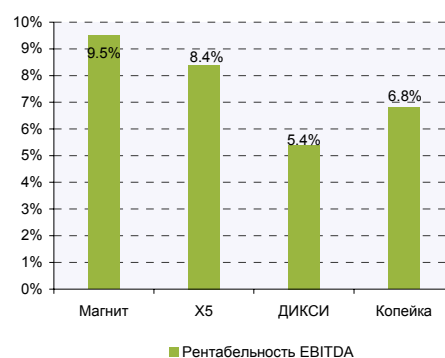
Кроме того, Ритейлером в отчетном периоде была получена чистая прибыль в размере 1,63 млрд руб. против убытка 1,64 млрд руб. годом ранее. На столь существенные колебания конечного финансового результата в 2008–2009 годы повлияло: сначала формирование резервов по займам, предоставленным связанным сторонам, а затем, восстановление данных резервов. Стоит отметить, что сделки M&A, в том числе приобретение своего франчайзи «Копейка–Поволжье», позволили Компании нарастить размер своих активов на 24,6% до 25,2 млрд руб. В 2010 году Ритейлер ожидает рост выручки на 26,6% до 69,5 млрд руб., валовой прибыли – на 21,2% до 16,6 млрд руб., показателя EBITDA – на 24,3% до 4,6 млрд руб. При этом эффективность бизнеса планируется на уровне 2009 года.

Вместе с тем, динамика выручки лидеров рынка продуктовой розницы в 2009 году была более заметной: у X5 и Магнита она выросла на 33% и 28% соответственно. По рентабельности EBITDA «Копейка» также уступает данным компаниям: 6,8% против 8,4% у X5 и 9,5% у Магнита. В то же время в минувшем году более слабые результаты показала торговая сеть ДИКСИ, выручка которой увеличилась только на 12%, а рентабельность EBITDA составила 5,4%. Отдельно стоит отметить, что в кризисный период времени все крупные игроки продуктового ритейла сделали акцент на развитии наиболее востребованного формата «дискаунтер», направив на эти цели существенный объем инвестиций, в частности X5 намерен запустить в этом году 200–250 дискаунтеров, а Магнит – 450–550 магазинов, что, безусловно, скажется на ужесточении конкуренции в данном сегменте, в том числе и для «Копейки».

Долговая нагрузка «Копейки» умеренная

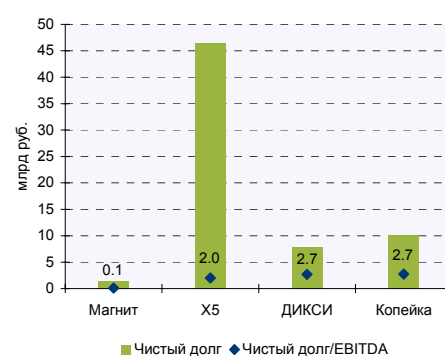
Отдельного внимания заслуживает улучшение ситуации с уровнем долговой нагрузки Компании, который последние годы был достаточно высоким. Так, по итогам 2009 года соотношение Финансовый долг/EBITDA, по нашим оценкам, составило 3,1х против 4,3х годом ранее (Чистый долг/EBITDA – 2,7х против 4,1х соответственно). Для сравнения, в минувшем году соотношение Финансовый долг/EBITDA у X5 равнялось 2,5х, у Магнита – 0,8х, у ДИКСИ – 3,1х. Позитивных изменений «Копейке» удалось достичь благодаря росту показателя EBITDA, в то время как абсолютная величина Финансового долга за минувший год возросла на 29% до 11,6 млрд руб. В дальнейшем руководство Сети намерено поддерживать уровень долговой нагрузки не выше 3,0х (соотношение Чистый долг/EBITDA). Существенные перемены затронули и временную структуру долга, которая от преобладающих краткосрочных заимствований в 2008 году (59,0% долга или 5,3 млрд руб.) сместилась к долгосрочным в 2009 году (72,7% или 8,4 млрд руб., то есть доля краткосрочной части – 27,3%). Улучшение структуры долга в 2009 году произошло главным образом за счет «длинных» банковских кредитов, в частности Сбербанк на сумму 4 млрд руб. (34,5% всего долга). Данные средства привлекались Компанией для прохождения оферт в 2009 году по облигационным выпускам серий 02 и 03 общим объемом 8 млрд руб. На конец декабря минувшего года, согласно отчетности Ритейлера, в обращении находилось бумаг на общую сумму порядка 3,8 млрд руб. (32,8% долга).

Эффективность бизнеса продуктовых ритейлеров в 2009 г.



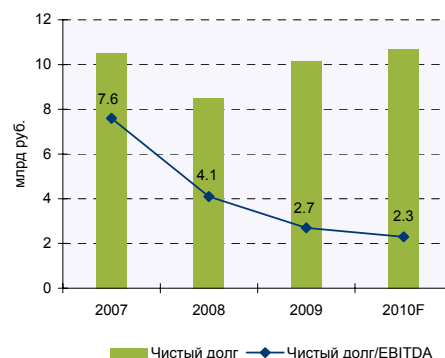
Источник: данные Компаний

Долговая нагрузка продуктовых ритейлеров в 2009 г.



Источник: данные Компаний

Уровень долговой нагрузки ТД «Копейка» в 2007-2010F гг.



Источник: данные Компаний

Ключевыми кредиторами «Копейки» на конец декабря 2009 года также являлись: МКБ (1,5 млрд руб.), Уралсиб (800 млн руб.), ВТБ (500 млн руб.).

На наш взгляд, риски рефинансирования краткосрочной части долга Ритейлера (3,2 млрд руб.) по итогам 2009 года находились на приемлемом уровне, поскольку она полностью перекрывалась денежными средствами на счетах (1,5 млрд руб.) и чистым операционным денежным потоком (2,8 млрд руб. за минувший год). В то же время целью размещения биржевых облигаций Компании на 3 млрд руб. является рефинансирование ее краткосрочной части долга. Данных средств вполне будет достаточно для погашения обязательств 2010 года, поэтому собственные финансовые ресурсы «Копейка» может направить на реализацию инвестиционной программы этого года в размере 1,6 млрд руб., которая предполагает органическое развитие сети. Таким образом, размещение нового выпуска биржевых облигаций вряд ли приведет к увеличению уровня долговой нагрузки Компании и, скорее всего, соотношение Чистый долг/ЕБИТДА останется в пределах 3х, обещанных менеджментом «Копейки». В то же время, мы считаем, что у Ритейлера сохраняются риски наращивания долга, в основном из-за возможности проведения М&А-сделок, чего руководство Сети не исключает при наличии «интересного предложения».

Вместе с тем, у «Копейки» присутствует пик исполнения обязательств перед Сбербанком в декабре 2011 года, связанный с погашением кредитной линии на сумму 4 млрд руб. Для рефинансирования этой задолженности, по словам организатора выпуска, у Компании уже имеется договоренность со Сбербанком об открытии новой кредитной линии тем же объемом, но на более выгодных условиях (по срочности и стоимости).

Положительным моментом для кредитного профиля Ритейлера и его финансовой устойчивости могло бы стать IPO Компании, информация о котором в последнее время все чаще появляется в СМИ, но о вероятности наступления этого события, на наш взгляд, говорить еще преждевременно.

S&P присвоило «Копейке» рейтинг пятилетней давности

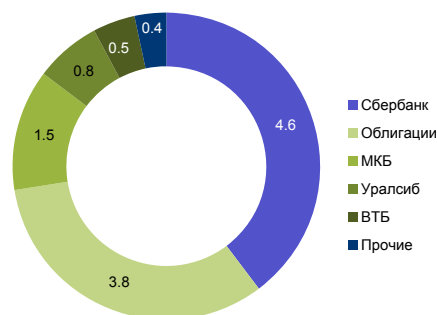
Стоит отметить, что улучшение кредитных метрик «Копейки» нашло отражение в рейтинговых действиях агентства S&P, которое в конце июня этого года «вернуло» Ритейлеру долгосрочный кредитный рейтинг пятилетней давности, повысив его с уровня «ССС+» до «В-» со «Стабильным» прогнозом (аналогичный рейтинг имеется у ГК Виктория, только от Fitch («В-/Стабильный»)).

Эксперты S&P отметили, что «повышение рейтингов отражает улучшение показателей ликвидности Компании, последовательное снижение уровня финансового рычага и генерирование положительной величины свободного денежного потока в 2009 и 2008 годы». Прогноз «Стабильный» отражает мнение агентства, что «Копейка» будет проводить менее агрессивную политику по управлению ликвидностью, рефинансируя долговые обязательства и сохраняя благоприятной структуру погашения долга».

Позиционирование

В настоящее время у «Копейки» в обращении находится два выпуска облигаций серий 02 и 03, ликвидность которых находится на низком

Структура долга ТД «Копейка» по кредиторам (31.12.2009г.)



Источник: данные Компании

уровне, поэтому они не могут выступать в качестве ориентира при позиционировании биржевых облигаций Эмитента.

Вместе с тем, на долговом рынке рублевых облигаций присутствуют выпуски компаний продуктовой розницы: Х5, Магнита, ДИКСИ и ГК Виктория. Причем, доходность бумаг последней – биржевые облигации Виктория–Финанс БО–1 – из-за близости даты оферты (19 августа 2010 года) также является нерепрезентативной.

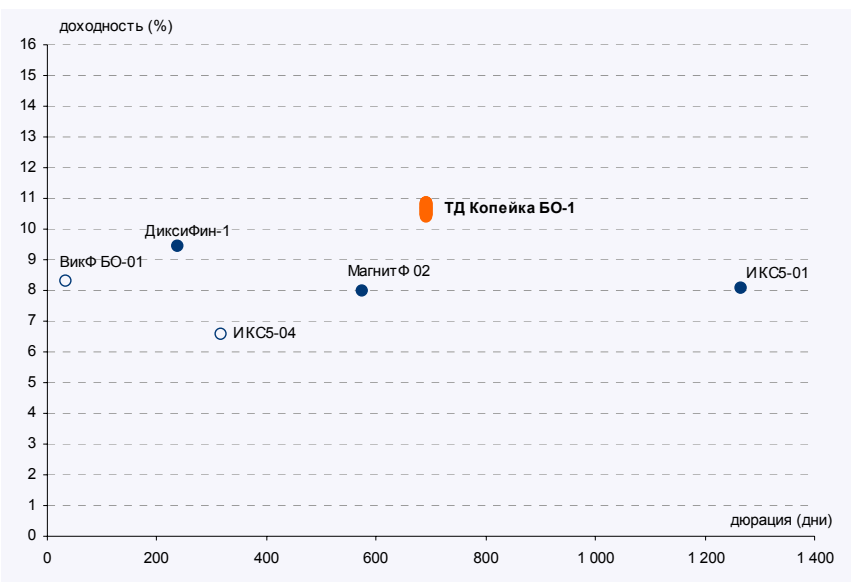
Среди остальных сетей по масштабам и эффективности бизнеса, а также по уровню долговой нагрузки «Копейка» уступает лидерам рынка Х5 и Магниту. При этом «Копейка» близка к ДИКСИ по размерам бизнеса и долговому бремени, но превосходит по эффективности. Кроме того, у «Копейки» имеется кредитный рейтинг от S&P на уровне «В–», чем вряд ли могут «блеснуть» Магнит и ДИКСИ. Только у Х5 также есть рейтинг от S&P, но на 3 ступени выше – «ВВ–». Таким образом, облигации «Копейки», по нашему мнению, должны предлагать премию к выпускам Х5 и Магнита и в то же время быть несколько ниже уровня доходности бумаг ДИКСИ.

Индикативная доходность по биржевым облигациям ТД «Копейка» серии БО–01 на уровне 10,38–10,92% годовых к оферте через 2 года, на наш взгляд, на фоне доходности облигаций других продуктовых ритейлеров выглядит весьма интересно. Так, Эмитент предлагает солидную премию порядка 210–280 б.п. к выпускам облигаций Магнит Финанс серии 02 (YTM 8,02%/574 дн.) и ИКС 5 Финанс серии 01 (YTM 8,10%/1268 дн.), которая заметно больше, чем дают бумаги Дикси–Финанс серии 01 (YTM 9,44%/237 дн.) к выпуску ИКС 5 Финанс серии 04 (YTP 6,47%/313 дн.) – около 220–230 б.п., но при более короткой дюрации. При этом у «Копейки» имеется кредитный рейтинг, а ее бумаги обладают всеми шансами попасть в Ломбардный список ЦБ. Учитывая все выше сказанное, а также положительную кредитную историю Ритейлера (исполнил в 2009 году своевременно и в полном объеме оферты по двум выпускам облигаций общим объемом 8 млрд руб.) и широкий интерес инвесторов к бумагам компаний сектора продуктовой розницы, которые не «балуют» первичным предложением, мы рекомендуем принять участие в размещении выпуска с доходностью 10,4–10,7% годовых (купон 10,0–10,3% годовых).

Финансовые результаты российских продуктовых сетей				
млрд руб.	Копейка	Х5	Магнит	ДИКСИ
	2009 (МСФО)			
Основные финансовые показатели				
Выручка	54.881	276.925	170.095	54.336
ЕБИТДА	3.710	23.380	16.185	2.911
Чистая прибыль (убыток)	1.628	5.253	8.736	-0.112
% расходы	-1.914	-4.897	-1.695	-0.846
Активы	25.204	186.904	76.473	21.902
Денежные средства и их эквиваленты	1.472	12.451	11.222	1.332
Фин.долг, в т.ч.	11.606	58.992	12.668	9.120
долгосрочный	8.434	8.830	4.605	3.242
краткосрочный	3.172	50.162	8.063	5.878
Чистый долг	10.134	46.541	1.446	7.788
Показатели эффективности и покрытия долга				
Рент-ть ЕБИТДА	6.8%	8.4%	9.5%	5.4%
Рент-ть по чистой прибыли	3.0%	1.9%	5.1%	-
Фин.долг/ЕБИТДА	3.13	2.52	0.78	3.13
Чистый долг/ЕБИТДА	2.73	1.99	0.09	2.68
ЕБИТДА/% к уплате	1.94	4.77	9.55	3.44

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС–БАНКа

Доходность облигаций компаний продуктовой розницы



Контакты

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.