

Мы ждем перемен

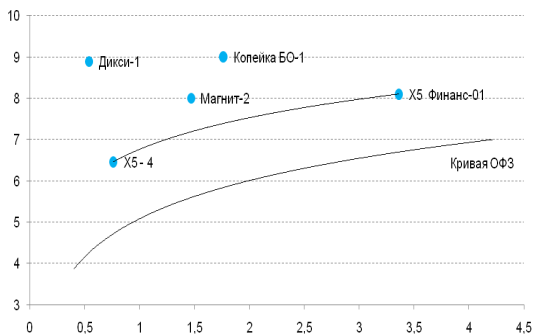
Торговая идея по розничной сети Копейка (В-)

Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

Финансовые результаты сети Копейка, МСФО

млн. руб.	2008	2009
Выручка	47 031	54 881
ЕБИТДА	2 081	3 710
Чистая Прибыль	(1 644)	1 628
Активы	20 225	25 204
Чистый долг	8 505	10 134
Собственные средства	1 927	3 555
Рентабельность по ЕБИТДА	4.4%	6.8%
Чистый долг/ЕБИТДА	4.1	2.7
ЕБИТДА/проценты	1.9	1.9

Источник: данные компании, оценка Открытия



Финансовые результаты X5 - потенциального покупателя, МСФО

млн. руб.	2009	1П2010
Выручка	263 602	161 689
ЕБИТДА	22 257	12 445
Чистая Прибыль	4 990	3 244
Активы	196 339	168 520
Чистый долг	48 894	54 060
Собственные средства	56 296	54 931
Рентабельность по ЕБИТДА	8.4%	7.6%
Чистый долг/ЕБИТДА	2.2	2.2
ЕБИТДА/проценты	4.8	6.7

Источник: данные компании, оценка Открытия

На наш взгляд, потенциал сужения спреда выпуска Копейка БО-01 к суверенной кривой с текущих 320 бп. составляет порядка 100 бп. (УТР 9.07% к ofercie через 2 года). Таким образом, ожидаемая доходность составит 8.0-8.1%. Катализатором послужит возможная скорая смена собственника сети.

Мы высоко оцениваем вероятность развития данного сценария и вот почему:

- продуктовая розничная сеть, очевидно, является непрофильным бизнесом для текущего акционера, стратегия которого преимущественно сосредоточена на развитии услуг в финансовой сфере;
- слухи о продаже Копейки муссируются на протяжении последнего года, однако в последнее время их периодичность в прессе заметно возросла;
- крупные западные игроки давно пытаются выйти на российский рынок продуктового ритейла. Покупка сети Копейка вполне могла бы стать неплохим фундаментом для развития бизнеса;
- некоторые косвенные факторы также указывают на подготовку к продаже: возвращение к финансовой открытости, активные работы по оптимизации кредитных метрик, улучшение кредитного рейтинга.

Смена акционера, безусловно, положительно отразится как на кредитном, так и на операционном профиле Копейки. Мы также не исключаем, что это может спровоцировать пересмотр кредитных рейтингов со стороны международных агентств.

Взгляд:

Недавно в прессе прошло очередное упоминание о готовящейся продаже сети Копейка в ближайшее время. Так, стало известно, что компания наняла ряд инвестиционных банков для подготовки к IPO. Ожидается, что на российских биржах может быть продано до 40% акций.

В то же время руководство Копейки не отменяет и первоначальный план: полная продажа компании крупной розничной сети. В качестве наиболее вероятных претендентов называются X5 (BB-) и Wal-Mart (Aa2/AA/AA). Кстати, X5 в конце июля уже подал ходатайство в ФАС. По предварительным данным, стоимость сделки может составить 1.6-1.8 \$ млрд. Окончательное решение, скорее всего, будет принято уже в начале октября.

Мы высоко оцениваем вероятность скорой продажи Копейки. Очевидно, что текущий акционер не заинтересован в дальнейшем развитии данного непрофильного актива. Переход же компании «под крыло» крупного продуктового ритейлера будет обозначать не только потенциальную поддержку в стресс-сценарии, но и укрепление операционного профиля за счет оптимизации логистики и экономии на масштабе.

Мы также не исключаем, что это окажет положительное влияние на рейтинги Копейки, которые могут быть подняты как минимум на одну ступень.

Коротко о группе:

Копейка - 7-я по величине российская розничная продуктовая сеть.....

- Группа Копейка представлена на рынке продуктового ритейла, занимая 7-е место по объему торгового оборота среди конкурентов на российском рынке. Магазины сети преимущественно позиционируются в сегменте «мягкий дискаунтер».

- По состоянию на конец первого полугодия 2010 г., розничная сеть насчитывала 601 магазин, 14% из которых управляется на основе франчайзинговых соглашений. Вклад франчайзи в консолидированную выручку по итогам 2009 г. - 12%. Помимо этого, компании принадлежит 7 распределительных центров.

...с большим объемом недвижимости в собственности

- Общая торговая площадь сети превышает 292 тыс. кв. м. с долей магазинов в собственности порядка 30%. Портфель собственной недвижимости свободен от обеспечения на 1/3.

- На текущий момент конечным бенефициаром Копейки остается Николай Цветков, также возглавляющий ФК Уралсиб.

Финансовый профиль:

Улучшение кредитных метрик на лицо

- Во время кризиса компания стала достаточно закрыта в информационном плане. Тем не менее, менеджмент не терял времени зря и мы можем отметить, что кредитное качество Копейки претерпело заметные улучшения в последнее время. К сожалению, свежая финансовая отчетность за 1П2010 г. нам пока не доступна. Тем не менее, мы можем констатировать, что рост выручки в рублевом выражении по итогам прошлого года составил 17% (до 54.9 млрд. руб.), в то время как рентабельность по EBITDA достигла 6.8% (+2.4 п.п. к 2008 г.). Также важно то, что Копейка вновь стала прибыльной, заработав 1.6 млрд. руб.

Риски рефинансирования сняты

- Наиболее важной заслугой за 2009 г. год можно назвать существенное улучшения структуры долга: доля долгосрочных займов увеличилась до 73% по сравнению с 41% годом ранее. Долговая нагрузка как отношение Чистый долг/EBITDA снизилась до приемлемого значения 2.7x (4.1x в 2008 г.).

Долговая нагрузка опустилась до среднеотраслевых значений

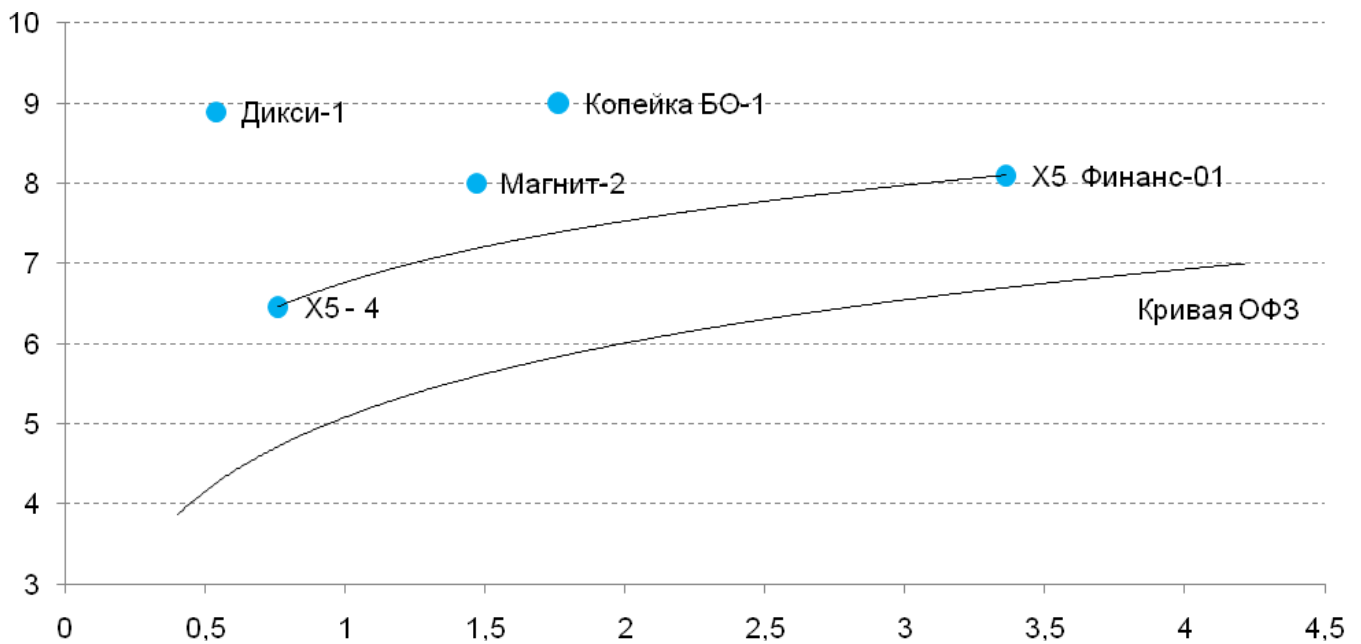
- По состоянию на конец июня 2010 г., объем долгового портфеля составлял 12.9 млрд. руб. (+11% с начала года). На текущий момент, по нашим оценкам, с учетом недавних погашений кредитов и выпуска биржевых облигаций объемом 3 млрд. руб., размер долга составляет около 14.7 млрд. руб. Одновременно до конца года необходимо дополнительно погасить/рефинансировать еще порядка 0.6 млрд. руб. краткосрочных обязательств. С учетом того, что значительная часть средств от размещения облигаций уже была или будет использована на цели рефинансирования, мы не ожидаем, что долговая нагрузка Копейки (отношение Чистый Долг/EBITDA) по итогам 2010 г. превзойдет значение 2009 г. Лишний раз этот тезис подтверждается собственными внутренними планами компании, согласно которым в среднесрочной перспективе Чистый долг не должен превосходить показатель EBITDA более чем в 3 раза.

Финансовые результаты сети Копейка VS конкуренты по МСФО, млн. руб.

	2007	2008	2009	Изменение 2009 к 2008	Дикси 2009	X5 2009	Магнит 2009
Выручка	34 937	47 031	54 881	+17%	54 261	263 602	161 927
ЕБИТДА	1 385	2 081	3 710	+78.3%	2 729	22 257	15 425
Чистая Прибыль	(120)	(1 644)	1 628	-	(112)	4 990	8 317
Активы	21 034	20 225	25 204	+24.6%	21 902	196 339	80 346
Основные средства	7 420	7 837	10 391	+32.6%	12 741	95 151	52 039
Денежные средства	767	489	1 472	+201%	1 332	13 089	11 787
Финансовый долг	11 293	8 994	11 606	+29%	9 120	61 983	13 312
долгосрочный	4 022	3 689	8 434	+129%	3 242	9 277	4 829
краткосрочный	7 271	5 305	3 172	-40%	5 878	52 706	8 483
Чистый долг	10 526	8 505	10 134	+19%	7 788	48 894	1 525
Собственные средства	3 592	1 927	3 555	+84.4%	5 784	56 296	45 272
Рентабельность по ЕБИТДА	4.0%	4.4%	6.8%		5.0%	8.4%	9.5%
Рентабельность по чистой прибыли	-	-	3%		-	1.8%	5.1%
Финансовый долг/ЕБИТДА	8.1	4.3	3.1		3.3	2.8	0.9
Чистый долг/ЕБИТДА	7.6	4.1	2.7		2.8	2.2	0.1
ЕБИТДА/проценты	1.6	1.9	1.9		3.2	4.8	9.5
Капитал/Активы	17%	9%	14%		26%	29%	56%

Источник: данные компаний, оценка Открытия

Карта рублевого рынка



ОПЕРАЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

РОССИЯ

ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ»
129010, Москва, Протопоповский пер., 19/10
Т: +7(495) 232 9966
Ф: +7(495) 956 4700
<http://www.open.ru>
e-mail: info@open.ru

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР ОАО «БД «ОТКРЫТИЕ»
1. №177-06097-100000 на осуществление брокерской деятельности;
2. №177-06100-010000 на осуществление дилерской деятельности;
3. №177-06102-001000 на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами;
4. №177-06104-000100 на осуществление депозитарной деятельности;
5. Лицензия биржевого посредника № 1082, выданная 22.11.2007 и действительная до 22.11.2010

UNITED KINGDOM

OTKRITIE Securities Limited
30-34 Moorgate St., EC2R 6PL
London, United Kingdom
Tel.: +44 (0) 207 82 68200
Fax: +44 (0) 207 82 68201
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com
Authorised And Regulated By The Financial Services Authority
Member of The London Stock Exchange and APCIMS

CYPRUS

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited
104 Amathountos Str.,
SeasonsPlaza, P.C. 4532,
Limassol, Cyprus
Tel.: +357 (25) 431456
Fax: +357 (25) 431457
www.otkritiefinance.com.cy
e-mail: infomail@open.ru

GERMANY

OTKRITIE Securities Limited
Goethestrasse 10
60313 Frankfurt am Main, Germany
Tel.: +49 (0) 069 - 21 08 73 124
Fax : +49 (0) 069 - 21 08 73 126
www.otkritie.com
e-mail: info@otkritie.com

ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

АЛЕКСЕЙ СЕРГЕЕВ **МИХАИЛ АВТУХОВ**
Управляющий директор Управляющий директор

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

ВЛАДИМИР САВОВ
Управляющий директор

УПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ВЛАДИМИР МАЛИНОВСКИЙ
Начальник управления
доб. 1628
malinovsky@open.ru

ЕВГЕНИЙ ВОРОБЬЕВ
Заместитель начальника
управления,
российский рынок
доб. 1637
vorobiev@open.ru

СТАНИСЛАВ СВИРИДОВ
Заместитель начальника
управления,
кредитный анализ
доб. 1816
credit_research@open.ru

ОЛЬГА НИКОЛАЕВА
Аналитик,
российский рынок
доб. 1577
nikolaeva-o@open.ru

МАКСИМ ГРЕБЦОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

АЛЕКСАНДР АФОНИН
Аналитик,
российский рынок
доб. 4495
afonin@open.ru

ОЛЕГ ТАРАСОВ
Кредитный аналитик,
credit_research@open.ru

ИСКАНДЕР АБУДЛАЕВ
Аналитик,
евробоолигации
доб. 4485
abdullaev@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ПРОДАЖ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

МИХАИЛ ХАЗАН
Начальник управления
+7 (495) 234 44 09
khazan@open.ru

АНТОН КИХАЕВ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 234 05 96
kikhaev@open.ru

ДЕНИС ГОЛУБНИЧИЙ
Заместитель начальника
управления
+7 (495) 777 56 03
golden@open.ru

ДМИТРИЙ ДЕРГАЧЕВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 11
dergachev@open.ru

СУХРОБ БАБАДЖАНОВ
Менеджер по продажам
+7 (495) 777 56 07
sukhrob@open.ru

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

АННА ВАСИЛЕВСКАЯ
Менеджер по продажам
+44 (0) 207 826 8234
anna.vasilevska@otkritie.com

МЕЛТОН ПЛАММЕР
Менеджер по продажам
+44 (0) 20 7826 8248
Melton.Plummer@otkritie.com

ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

ДМИТРИЙ БАРКОВ
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1548
barkov@open.ru

РОСТИСЛАВ КУЛАК
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1713
kulak@open.ru

РОБЕРТ СМАКАЕВ
Начальник управления
организации эмиссий
доб. 1109
smakaev@open.ru

ШАГЕН БАХШИЯН
Директор по работе
с эмитентами
доб. 1590
shagen@open.ru

ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» © 2010

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены.
ОАО Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Инвестбанк»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости ценных бумаг, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены ценной бумаги на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на рынке ценных бумаг и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Инвестбанк на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже ценных бумаг и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Инвестбанк не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Инвестбанк не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с ценными бумагами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Инвестбанк не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции на рынке ценных бумаг сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Корпорации, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом; и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.