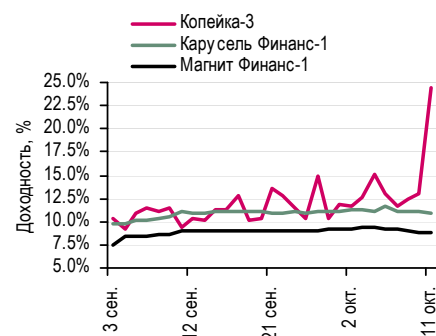


Агентство S&P понизило рейтинг Копейки

- **Агентство S&P 11 октября понизило рейтинг торговой сети Копейка** с уровня В-до СС, прогноз «негативный»; рейтинг находился в списке на пересмотр в сторону понижения с июля. Это вызвало активные продажи всех долговых обязательств Копейки, хотя и при небольших объемах. Доходность облигаций Копейка-3 с офертой в августе 2008 г. по цене 99.0 к закрытию торговой сессии достигла 24.5%.
- **Основной причиной понижения рейтинга стала обеспокоенность агентства рисками рефинансирования:** согласно пресс-релизу S&P, Копейка должна погасить несколько краткосрочных кредитов, объем которых не раскрывается (на конец 2006 г. объем кредитов от МДМ-Банка со сроком погашения в декабре 2007 г. составлял около 1 млрд руб.). Компания также имеет потребность в рефинансировании рублевых облигаций – по выпускам объемом 1.2 млрд руб. и 4 млрд руб. срок погашения (оферты) наступает в июне и августе 2008 г. Агентство также отмечает высокий уровень долга компании: согласно последней имеющейся отчетности, на конец 2006 г. долг был равен примерно 8 млрд руб., а показатель EBITDA за 2006 г., по нашим оценкам, составил около 1.1-1.2 млрд руб.
- **Компания приостановила публикацию отчетности по МСФО** несколько месяцев назад, что, очевидно, не является позитивным решением с точки зрения прозрачности и возможностей для анализа. Тем не менее, Копейка предоставила S&P отчетность за 2006 г. и первое полугодие 2007 г., и, следовательно, основанием для понижения рейтинга послужило не отсутствие информации.
- Принимая во внимание высокую долговую нагрузку сети Копейка, **понижение рейтинга, скорее всего, оправдано**, но следует отметить, что большинство средних по величине российских розничных сетей, облигации которых обращаются на рынке, имеют сходные с Копейкой кредитные характеристики. Тем не менее, в своем пресс-релизе агентство использует достаточно жесткие формулировки, говоря о «серьезном риске дефолта». Сложно дать какую-либо обоснованную оценку компании, которая не публикует финансовую отчетность; с нашей точки зрения, финансовая политика Копейки, как и политика корпоративного управления, оставляют желать лучшего. Тем не менее, мы считаем, что подобная формулировка является скорее стандартным определением агентства S&P для данной рейтинговой категории и не учитывает других факторов (как, например, возможная поддержка со стороны акционеров).
- В июне 2007 г. группа УралСиб, которой принадлежало 50% акций сети Копейка, выкупила оставшиеся акции у основателей компании и стала ее единственным владельцем. Основной акционер УралСиб Н. Цветков сообщил, что намерен развивать розничную сеть как самостоятельную компанию с целью последующей продажи через несколько лет на открытом рынке или стратегическому инвестору. Логично предположить, что г-н Цветков, который занимает 83 место в списке самых богатых людей мира по версии журнала Forbes (его состояние оценивается в USD8.4 млрд), купил компанию не для того, чтобы довести ее до финансового кризиса за достаточно короткий промежуток времени. Банк УралСиб (Ba3/B+/B+), входящий в шестерку крупнейших банков России, предоставляет кредитные ресурсы Копейке в относительно небольших объемах (на конец 2006 г. объем выданных кредитов составлял 1 млрд руб.) и при уставном капитале в размере USD35 млрд может существенно увеличить объем краткосрочного рефинансирования ритейлера.
- Рейтинговое агентство также упоминает о планах компании по продаже принадлежащих ей торговых площадей оценочной стоимостью более USD400 млн с последующей обратной арендой. Успешное осуществление этого шага позволит розничной сети получить дополнительное рефинансирование (например, для обслуживания оферты и погашения облигаций летом 2008 г.), хотя и не снизит ее долговую нагрузку. Вряд ли Копейка сможет выйти на рынки капитала в ближайшее время, особенно принимая во внимание ее политику «нулевой прозрачности»; тем не менее, компания может иметь доступ к альтернативным источникам средств.

Рисунок 1. Негативная реакция рынка на понижение рейтинга



Источник: оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель
аналитического управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoiseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Компании второго эшелона
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Тилсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7777
Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Акazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Наргиз Садыхова

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Трзвис Джонс

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошляя доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100