

# Копейка рубль сберегла

Комментарий к размещению ТД Копейка (В-)

Ольга Николаева nikolaeva-o@open.ru

## Основные параметры займа ТД Копейка БО-01

Эмитент	ОАО ТД «Копейка»
Объем выпуска	3 млрд. руб.
Срок обращения	3 года
Путь опцион	Через 2 года после размещения по цене 100% от номинала
Закрытие книги	23.07.2010
Ориентир организаторов	Купон 10.00-10.5% Доходность 10.38-10.92%
Рейтинг	S&P (В-) дает основания для включения в список РЕПО ЦБ

На наш взгляд, участие в размещении интересно с доходностью свыше 10.6% к оферте через 2 года (спрэд к ОФЗ 490 бп.).

На текущий момент в рынке частично остается лишь выпуск Копейка-3 (УТМ11.48%). Однако использование его в качестве benchmark затруднительно в виду крайне низкой ликвидности. Среди других компаний сектора для сравнения можно рассмотреть облигации Дикси (NR, спрэд к ОФЗ 508 бп.), Магнита (NR, спрэд к ОФЗ 281 бп.) и Х5 (ВВ-, спрэд к ОФЗ в диапазоне 126-221 бп.). При сопоставимом кредитном качестве (Чистый Долг/ЕБИТДА 2.7х, ЕБИТДА margin 6.8% в 2009 г.), от первых двух компаний Копейку выгодно отличает наличие кредитного рейтинга, что дает выпуску основания для включения в список РЕПО ЦБ, а также наличие «сильного» акционера в лице Цветкова Н.А. Что же касается Х5, на наш взгляд, его бумаги смотрятся слишком дорого и инвесторам не имеет смысла переплачивать за чуть лучший набор кредитных метрик и больший размер сети без существенных отличий в уровне риска.

Сильные стороны:

- Поддержка со стороны акционера
- Улучшающиеся кредитные метрики
- Присутствие в наиболее защищенном от экономических колебаний ценовом сегменте
- Высокий уровень финансовой дисциплины
- Большой объем недвижимости в собственности

Основные риски:

- Высокий уровень конкуренции в отрасли может спровоцировать рост капитальных затрат в дальнейшем
- Сложное финансовое состояние компании и ее уход от информационной открытости в кризисное время
- Неопределенность относительно структуры владения в среднесрочной перспективе

## Финансовые результаты ТД 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

## Коротко о группе:

- 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 Копейки насчитывала 601 магазин, 14% из которых управляется на основе франчайзинговых соглашений. Вклад франчайзи в консолидированную выручку по итогам 2009 г. - 12%. 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.

- Положительный эффект на рентабельность деятельности оказывает наличие в структуре группы семи собственных распределительных центров и транспортного парка объемом более чем 330 автомобилей.

- Стратегия Копейки предусматривает заметную дифференциацию структуры поставщиков с максимальной долей каждого не более 5%.

- Конечным бенефициаром розничной сети Копейка выступает Николай Цветков, также возглавляющий ФК Уралсиб.

## Финансовый профиль:

- Кредитное качество Копейки претерпело заметные улучшения за последние годы, пока компания была достаточно закрыта в информационном плане для инвесторов. В прошлом году, несмотря на кризис, рост выручки в рублевом выражении составил 17% (до 54.9 млрд. руб.). Валовая маржа увеличилась на 1.4 п.п. до 25%, а рентабельность по EBITDA достигла 6.8% (+2.4 п.п. к 2008 г.). Копейка вновь стала прибыльной, заработав 1.6 млрд. руб. Все эти достижения связываются с пришедшей в 2007 г. новой командой менеджеров, основной целью которых стало повышение операционной рентабельности и снижение финансового рычага компании.

#### Долговая нагрузка:

- Наиболее важным достижением за последний год можно назвать существенное улучшение структуры долга. Так, доля долгосрочных займов увеличилась до 73% по сравнению с 41% годом ранее. Несмотря на 30%-ый рост совокупных заимствований в 2009 г., долговая нагрузка как отношение Чистый долг/EBITDA снизилась до приемлемого значения 2.7х (4.1х в 2008 г.). Крупнейшим кредитором Копейки по итогам 2009 г. выступает Сбербанк (6 млрд. руб.).

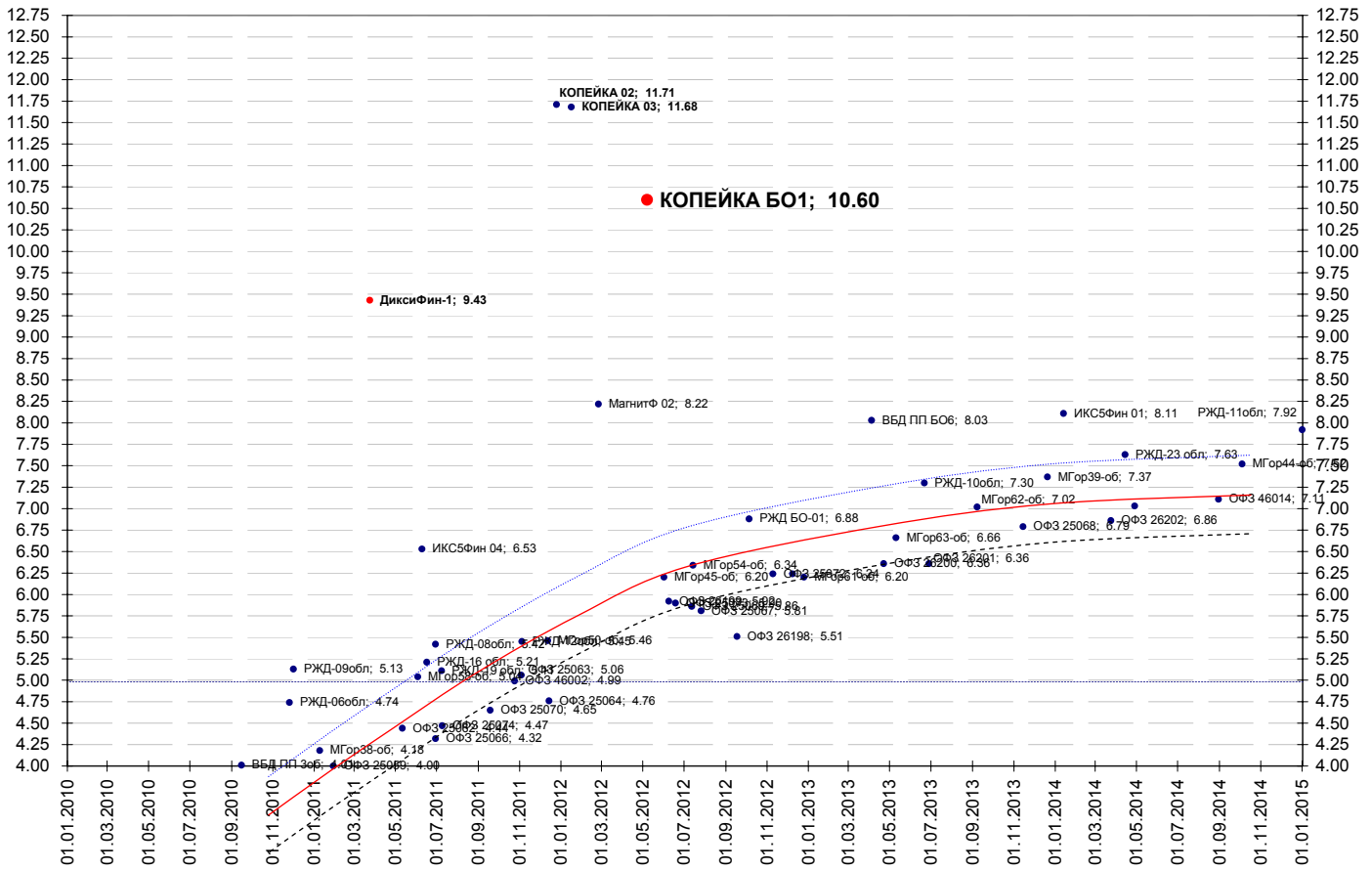
- На текущий момент, объем долгового портфеля составляет 12.9 млрд. руб. (+11% с начала года). Также Копейке необходимо до конца 2010 г. погасить/рефинансировать обязательства на сумму 1.8 млрд. руб. Источником погашения ожидаемо выступит данный выпуск рублевых облигаций. Одновременно комфорт ликвидной позиции сети добавляют неиспользованные кредитные лимиты (3.8 млрд. руб.) и невыбранные кредитные линии (1.7 млрд. руб.).

- Согласно внутренним планам компании, в среднесрочной перспективе ее долговая нагрузка в терминах Чистый долг/EBITDA не должна превышать 3х. На наш взгляд, это вполне достижимый показатель при условии сохранения умеренного уровня капитальных затрат и дальнейшей оптимизации эффективности деятельности.

#### Финансовые результаты ТД Копейка VS Дикси по МСФО, млн. руб.

	2007	2008	2009	Изменение 2009 к 2008	Дикси 2009
Выручка	34 937	47 031	54 881	+17%	54 261
Операционная прибыль	680	1 939	2 478	+27.8%	1 304
ЕБИТДА	1 385	2 081	3 710	+78.3%	2 729
Чистая Прибыль	(120)	(1 644)	1 628	-	(112)
Активы	21 034	20 225	25 204	+24.6%	21 902
Основные средства	7 420	7 837	10 391	+32.6%	12 741
Денежные средства	767	489	1 472	+201%	1 332
Финансовый долг	11 293	8 994	11 606	+29%	9 120
долгосрочный	4 022	3 689	8 434	+129%	3 242
краткосрочный	7 271	5 305	3 172	-40%	5 878
Чистый долг	10 526	8 505	10 134	+19%	7 788
Собственные средства	3 592	1 927	3 555	+84.4%	5 784
Рентабельность по EBITDA	4.0%	4.4%	6.8%		5.0%
Рентабельность по чистой прибыли	-	-	3%		-
Финансовый долг/EBITDA	8.1	4.3	3.1		3.3
Чистый долг/EBITDA	7.6	4.1	2.7		2.8
EBITDA/проценты	1.6	1.9	1.9		3.2
Капитал/Активы	0.17	0.09	0.14		0.26

# 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](mailto: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](http://www.otkritie.com)  
e-mail: [info@otkritie.com](mailto: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](http://www.otkritiefinance.com.cy)  
e-mail: [infomail@open.ru](mailto: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](http://www.otkritie.com)  
e-mail: [info@otkritie.com](mailto:info@otkritie.com)

## ДЕПАРТАМЕНТ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**АЛЕКСЕЙ СЕРГЕЕВ**  
Управляющий директор

**МИХАИЛ АВТУХОВ**  
Управляющий директор

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

**ВЛАДИМИР МАЛИНОВСКИЙ**  
Начальник управления  
доб. 1628  
[malinovskiy@open.ru](mailto:malinovskiy@open.ru)

**ЕВГЕНИЙ ВОРОБЬЕВ**  
Заместитель начальника  
управления,  
российский рынок  
доб. 1637  
[vorobiev@open.ru](mailto:vorobiev@open.ru)

**ОЛЬГА НИКОЛАЕВА**  
Аналитик,  
российский рынок  
доб. 1577  
[nikolaeva-o@open.ru](mailto:nikolaeva-o@open.ru)

**ОЛЬГА ЛЯКИНА**  
Аналитик,  
еврооблигации  
доб. 1589  
[lyakina@open.ru](mailto:lyakina@open.ru)

**СТАНИСЛАВ СВИРИДОВ**  
Заместитель начальника  
управления,  
кредитный анализ  
доб. 1816  
[credit\\_research@open.ru](mailto:credit_research@open.ru)

**МАКСИМ ГРЕЦОВ**  
Кредитный аналитик,  
[credit\\_research@open.ru](mailto:credit_research@open.ru)

**ОЛЕГ ТАРАСОВ**  
Кредитный аналитик,  
[credit\\_research@open.ru](mailto:credit_research@open.ru)

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

**МИХАИЛ ХАЗАН**  
Начальник управления  
+7 (495) 234 44 09  
[khazan@open.ru](mailto:khazan@open.ru)

**АНТОН КИХАЕВ**  
Заместитель начальника  
управления  
+7 (495) 234 05 96  
[kikhaev@open.ru](mailto:kikhaev@open.ru)

**ДЕНИС ГОЛУБНИЧИЙ**  
Заместитель начальника  
управления  
+7 (495) 777 56 03  
[golden@open.ru](mailto:golden@open.ru)

**ДМИТРИЙ ДЕРГАЧЕВ**  
Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 11  
[dergachev@open.ru](mailto:dergachev@open.ru)

**СУХРОБ БАБАДЖАНОВ**  
Менеджер по продажам  
+7 (495) 777 56 07  
[sukhrob@open.ru](mailto:sukhrob@open.ru)

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ ПРОДАЖИ

**АННА ВАСИЛЕВСКАЯ**  
Менеджер по продажам  
+44 (0) 207 826 8234  
[anna.vasilevska@otkritie.com](mailto:anna.vasilevska@otkritie.com)

## ОРГАНИЗАЦИЯ СДЕЛОК ТЕЛЕФОН +7 (495) 777 56 56

**ДМИТРИЙ БАРКОВ**  
Директор по работе  
с эмитентами  
доб. 1548  
[barkov@open.ru](mailto:barkov@open.ru)

**РОСТИСЛАВ КУЛАК**  
Директор по работе  
с эмитентами  
доб. 1713  
[kulak@open.ru](mailto:kulak@open.ru)

**РОБЕРТ СМАКАЕВ**  
Начальник управления  
организации эмиссий  
доб. 1109  
[smakaev@open.ru](mailto:smakaev@open.ru)

**ШАГЕН БАХШИЯН**  
Директор по работе  
с эмитентами  
доб. 1590  
[shagen@open.ru](mailto: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.