



## КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

# КОПЕЙКА

## ...РУБЛЬ БЕРЕЖЕТ

Рынок розничных продаж в России по-прежнему находится в состоянии бурного роста. На настоящий момент, основную долю рынка все еще занимают традиционные форматы торговли (магазины традиционного вида и рынки), но новые форматы (супермаркеты, гипермаркеты и дискаунтеры) быстро увеличивают темпы проникновения

Копейка является одной из наиболее успешных сетей формата дискаунтер в России. На конец первого квартала 2005г. количество магазинов компании достигло 82, что делает ее второй по размерам сетью дискаунтеров в Центральном Федеральном Округе (ЦФО)

Улучшение условий закупок и расширение современной системы логистики позволяет Компании прогрессивно оптимизировать свой торговый процесс и улучшать ее финансовое состояние

Кредитное качество Компании находится на высоком уровне, отражающем аккуратное использование долга в своей капитальной структуре и улучшающиеся финансовые показатели

Несколько более низкие показатели кредитного качества Копейки в сравнении с выпуском Пятерочка, компенсируются короткой дюрацией выпуска. Мы считаем, что справедливая доходность выпуска Копейка'08 при размещении должна составить 10,25-10,75% годовых

### Положительные факторы кредитного качества эмитента

- Устойчивая позиция на прогрессивно растущем розничном продуктовом рынке
- Растущая популярность сетевых магазинов формата дискаунтер как альтернативы традиционным торговым форматам
- Значительные и быстро растущие объемы продаж, обеспечивающие улучшение условий закупок товаров
- Передовая система логистики, позволяющая управлять запасами товаров в режиме реального времени
- Долгосрочный характер арендных договоров, средний срок действия которых составляет 6,5 лет
- Улучшающаяся рентабельность и низкая долговая нагрузка

### Факторы, ограничивающие кредитное качество эмитента

- Экспансия торговой сети в Москве ограничена в среднесрочной перспективе сокращающимся резервом мест под новые магазины
- Усиление конкуренции со стороны сетей дискаунтеров и других продуктовых форматов
- Планируемая экспансия на региональные рынки может снизить эффективность компании

### ТД Копейка '08

Размещение	21 июн 05
Эмитент	ООО "ТД "Копейка"
Поручители	ООО "Копейка-Москва", ООО "Копейка Девелопмент"
Объем выпуска	1200 млн руб.
Погашение	3 года
Оферта	1,5 год по 100%
Купон	квартальный. 1-6 купоны - на конкурс. 7-12 купоны - определяет эмитент.
Организатор	ФК Уралсиб

### Основные финансовые показатели

млн руб.	2002	2003	2004	2005П
Объем продаж	4 371	6 685	10 726	16 732
Рост выручки	55%	53%	60%	56%
ЕБИТДА	273,0	376,0	757,0	1 360
Норма ЕБИТДА	6,2%	5,6%	7,1%	8,1%
Суммарные активы	3 500	3 645	5 651	7 025
Собственный капитал	2 812	3 034	3 217	3 726
Общий долг	256	-	1 411	2 447
Долг/Капитал	9,1%	-	43,9%	65,7%
Долг/Активы	7,3%	-	25,0%	34,8%
Долг/ЕБИТДА	0,9	-	1,9	1,8
ЕБИТДА/Проценты	33,1	-	14,8	6,1

Отчетность 2002г. аудирована БДО ЮниконРурф

Отчетность 2003-2004г. аудирована Ernst&Young

Данные 2005г. - прогнозы Компании



- Возможное обострение ликвидности, связанное с растущими потребности инвестиционной программы и подходящими к погашению долговыми обязательствами

## Профиль компании

Компания была создана в 1993г. тремя предпринимателями (Александр Самонов, Сергей Ломакин и Артем Хачатурян) как оптовый поставщик импортных товаров местным дистрибьюторам.

Компания впервые в России разработала формат Discount Store или Экономный Универсам, способный конкурировать как с полноразмерными супермаркетами, так и с продуктовыми рынками. Первый такой магазин под брендом Копейка был открыт в 1998г.

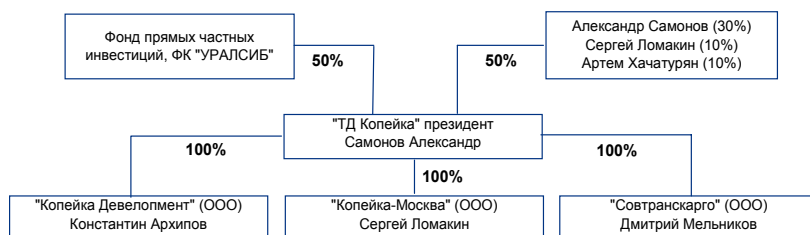
В 2001г. Компания разработала формат более крупного магазина Discount SuperStore и запустила его под торговой маркой Копейка-Супер. Также в 2001г. компания разработала и запустила программу франчайзинга.

На сегодняшний день Копейка является второй по величине торговой розничной сетью, работающей в формате дискаунтер. Компания оперирует сетью из 82 магазинов (включая 17 по программе франчайзинга) в Москве и Московской области. Еще 49 магазинов находятся на стадии ремонта и подготовки к открытию в 2005 г.

Холдинг «ТД Копейка» состоит из трех операционных подразделений: ООО «Копейка-Москва», которая управляет торговым розничным бизнесом; ООО «Копейка Девелопмент», которая управляет собственным и арендуемыми торговыми помещениями; и ООО «Совтранскарго», которая осуществляет транспортные услуги Компании за счет собственного парка и арендуемого транспорта.

## Структура собственности

Акционерный капитал ТД Копейка на сегодняшний день распределен следующим образом: 30% - Александр Самонов (один из основателей и президент ООО ТД Копейка), 10% - Сергей Ломакин (один из основателей и генеральный директор ООО Копейка-Москва), 10% - Артем Хачатурян (один из основателей и директор департамента по логистике ООО Копейка-Москва), и 50% - Фонд прямых инвестиций ФК УРАЛСИБ.



## Отрасль розничной торговли

Сектор продуктовой торговли на сегодняшний день существенно фрагментирован и характеризуется значительной географической концентрацией. Появление новых форматов торговли (супермаркеты, дискаунтеры, гипермаркеты и «cash and carry») и рост их популярности среди покупателей, оказали заметное изменение в индустрии розничной торговли, в том числе и продовольственной. Традиционные и привычные в прошлом торговые форматы, такие как продуктовые рынки, а также «советские» магазины, обслуживающие через прилавок, все больше начинают уступать долю рынка появившимся торговым альтернативам. Данная тенденция особенно

**Копейка ведет свою историю с 1993г., а первый магазин формата дискаунтер был открыт в 1998г.**

## Географическое распределение продаж продуктов питания

	Россия	Москва	ЦФО*
Розничные продажи:	133,9	33,1	15,9
	100%	25%	12%
Розничные продажи продуктов питания	71,0	13,4	9,3
	100%	19%	13%

\* - центральный федеральный округ, за исключением Москвы

Источник: Росстат, Копейка, оценка УралСуба



прослеживается в крупных городах, но мы предполагаем, что, по мере расширения сетей и дистрибьюторских центров существующих дискаунтеров в регионы России, новые торговые форматы начнут приобретать широкую популярность и за пределами ЦФО. В связи с этим, одним из бенефициариев данного тренда станут торговые сети эконом-класса – дискаунтеры, предлагающие стандартный и качественный ассортимент товаров, в удобно расположенном магазине, по низким ценам и ориентирующиеся на покупателей со средним и низким достатком, совокупная доля которых по-прежнему составляет львиную долю населения.

Затраты на продукты повседневного потребления все еще составляют наибольшую часть расходов российских домашних хозяйств. Несмотря на то, что доля товаров розничной торговли в объеме совокупного дохода, составившая в 2003г порядка 55%, возможно, в перспективе будет снижаться, мы не ожидаем ее значительного падения в течение последующих нескольких лет.

Исходя из макроэкономических прогнозов и ожиданий по изменению распределения доходов, мы ожидаем, что в период до 2008г. темпы роста отрасли розничной торговли составят в номинальном выражении как минимум порядка 5% в год. Тем не менее, мы ожидаем, что прирост объемов продаж отдельных игроков, в том числе Копейки, опередит темпы роста отрасли за счет расширения торговых сетей, увеличения оборотов в существующих магазинах и увеличения доли рынка при вытеснении «традиционных» торговых форматов.

### География и структура рынка Компании

Компания выбрала в качестве своего целевого рынка Центральный Федеральный Округ (ЦФО). Население округа составляет более 36,5 млн человек, что делает его потенциально самым крупным и наиболее плотно заселенным рынком в Восточной Европе.

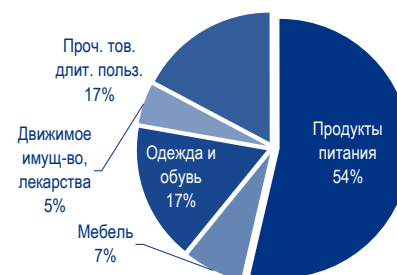
План дальнейшего развития Компании предполагает также начало активной региональной экспансии. В качестве целевого географического рынка Компания выбрала наиболее густо населенный и материально благополучный Центральный федеральный округ. Существующая система логистики «Копейки» обеспечивает возможность надежного снабжения торговой сети в радиусе до 500 км от Москвы, и Компания намерена активно осваивать это пространство. Среди приоритетных регионов развития – такие города, как Владимир, Калуга, Рязань, Тверь, Тула, Ярославль. Уже в 2005г. до 70% новых приобретений торговых объектов Компании придется на регионы. До конца года планируется открыть 32 магазина в Московской области, 20 магазинов в регионах 1-го (до 300 км от Москвы) и 20 – в регионах 2-го (300-500 км) круга.

В 2002г. розничные продажи в ЦФО составили 22,7 млрд долл., или одну треть от всех продаж в России, из которых 13,4 млрд руб. (59%) пришлось на Москву, а 9,3 млрд руб. (41%) – на прочие регионы округа. Компания предполагает, что данное распределение продаж в округе останется неизменным, а общий объем продаж к 2008г. увеличится до 28,7 млрд долл.

В структуре розничных продаж продуктов питания в России и в ЦФО преобладающую роль все еще играют продуктовые рынки и магазины советского образца. Уровень проникновения современных торговых форматов (гипермаркеты, супермаркеты, дискаунтеры) на конец 2002г. оставался на уровне 13,8%, что намного ниже уровней, характерных для развитых европейских стран.

Ожидается, что доля современных торговых форматов на рынке будет непрерывно возрастать за счет сокращения доли открытых рынков и традиционных магазинов и составит к 2008г. 57,6%. При этом доля дискаунтеров к 2008г. вырастет с 2,3% в 2002г. до 16,9% в 2008г.

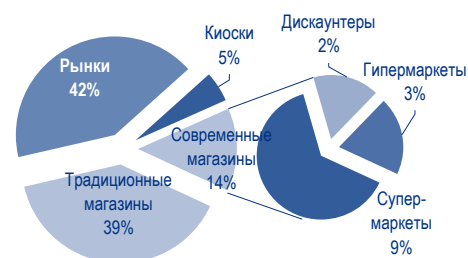
### Структура расходов в России в 2002г.



Итого: 149,9 млрд долл.

Источник: Росстат, Копейка

### Структура розничных продаж в ЦФО в 2002г.



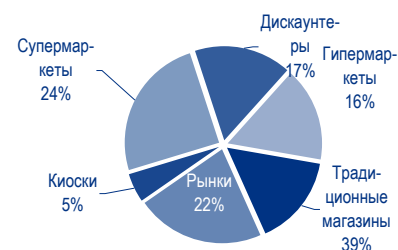
Источник: AC Nielsen, Копейка

### Прогноз изменения структуры розничных продаж продуктов питания в ЦФО

2002



2008



Источник: AC Nielsen, Копейка



**Конкурентная позиция**

Копейка, как представитель одного из новых форматов розничной торговли, способна конкурировать по трем направлениям: конкуренция с традиционными формами торговли, конкуренция с другими современными форматами, конкуренция внутри своего формата.

**Конкуренция с традиционными формами торговли**

Традиционные формы торговли, представленные продуктовыми рынками и традиционными магазинами советского образца, все еще занимают большую часть рынка розничных продаж в ЦФО. На конец 2002г. доля рынка традиционных форм торговли в ЦФО составляла 86%. Согласно исследованию AC Nielsen, к 2008г. эта доля должна снизиться до 66%. В Москве на начало 2004г. доля рынка современных форм торговли уже составляет 20%.

Факторы, позволяющие новым форматам все более успешно конкурировать с традиционными, включают: рост доходов населения, ведущий к естественному переходу на более современные форматы торговли; и рост покупательской силы сетевых розничных операторов, который позволяет получать лучшие условия закупок у поставщиков.

В целом, по оценкам Компании, традиционные формы торговли не представляют сильных конкурентов и будут быстро терять долю рынка.

**Конкуренция с другими форматами**

В настоящий момент в ЦФО оперируют 14 крупных розничных сетей различного формата. Исторически большинство магазинов нового формата, открывающихся в Москве и ЦФО, тяготеют к обслуживанию высшего и среднего высшего потребительских сегментов, которые составляют 10-15% от общего населения.

Исходя из опыта работы сети Копейка, сильную конкуренцию дискаунтерам могут составлять только форматы, конкурирующие с дискаунтерами по цене. В частности, из существующих в настоящее время сетей, конкуренцию Копейке составляют гипермаркеты Ашан. Однако, гипермаркеты, как форма торговли, имеют ограничения по местам расположения и не представляют серьезной угрозы формату Копейки в долгосрочной перспективе.

**Конкуренция внутри сегмента дискаунтеров**

Сегмент дискаунтеров в ЦФО в настоящее время представлен пятью сетями: Пятерочка, Копейка, Дикси, Авосяка, Продмак. Наиболее сильным конкурентом для Копейки следует считать сеть Пятерочка.

В сравнении с форматом Пятерочки, магазины Копейка позиционируются как магазин несколько более высокого класса («soft discounter») с предоставлением покупателям таких же низких цен. Позиционирование Копейки по сравнению с другими сетями в формате Дискаунтер, состоит в том, что магазины Копейка имеют сравнимое количество торговых позиций, но предлагают большее количество категорий продуктов. Таким образом, товарный ряд Копейки шире, но менее глубок по сравнению с конкурентами.

В сравнении с сетью Пятерочка (и другими сетями) Копейка имеет существенно более совершенную систему логистики. Все магазины Копейка в Москве оперируют с использованием двух распределительных центров. Так, если в сети Пятерочки, только порядка 35% (С. Петербург) и 50% (Москва) товаров доставляются в магазины через собственные распределительные центры, в Копейке

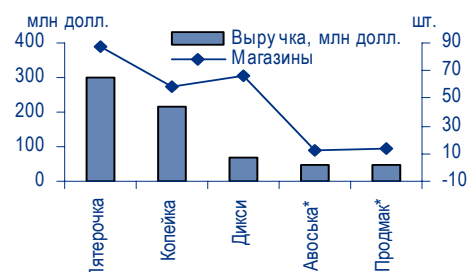
**Крупнейшие розничные  
продуктовые сети в Москве в  
2003г.**

Компания	Формат	Выручка / инв
Перекресток	Гипер-, супермаркет	430 58
Рамстор	Гипер-, супермаркет	430 24
7 континент	Гипер-, супермаркет	445 55**
Пятерочка	Дискаунтер	300 88
Копейка	Дискаунтер	218 59
Метро	Суперцентр	420 5
Петровский	Супермаркет	140* 17*
Ашан	Суперцентр	330 3
12 месяцев	Супермаркет	110* 12*
Патэрсон	Супермаркет	140 19**
Дикси	Дискаунтер	70 66
Авосяка	Дискаунтер	45* 12*
Продмак	Дискаунтер	45* 14*
Спар	Супермаркет	45* 6*

\* - данные за 2002г.; \*\* - данные за 6 мес. 2004г.

Источник: РБК, Копейка

**Крупнейшие сети дискаунтеров  
в Москве, 2003**



Источник: РБК, Копейка

**Ассортиментная политика**

Магазин	Ассортимент	Пищевые / Непищевые продукты
Копейка	2500	70 / 30
Пятерочка	4000	90 / 10
Дикси	2000	90 / 10
Авосяка	3000	90 / 10
Продмак	2000	90 / 10

Источник: Копейка



этот показатель составляет около 85%.

Наряду с использованием совершенной информационной системы на основе приложений SAP R/3, использование централизованной системы поставок позволяет Копейке анализировать свой товарный ряд по целому ряду показателей и оперативно вносить изменения в продуктовую линейку.

Уровень рекламной осведомленности о бренде Копейки находится на одном из самых высоких уровней в отрасли. Согласно исследованию Gallup Media по показателям осведомленности и посещений, Копейка занимает второе место в Москве.

Одним из важнейших показателей уровня конкурентоспособности розничной сети является способность получать наиболее благоприятные цены закупок от поставщиков. В число розничных сетей, обладающих наивысшей покупательной способностью в Московском регионе входят Пятерочка, Копейка, Перекресток, Ашан и Метро. Высокая покупательная способность Копейки позволяет ей аннулировать любой контракт с поставщиком, если какой-либо из конкурентов получил лучшие условия поставки.

## План развития

Стратегическими направлениями на следующие 5 лет Компания считает:

- Увеличение совокупной торговой сети до 604 магазинов к концу 2009г.
- Максимальное использование имеющегося потенциала роста в Москве и Московской области
- Открытие магазинов формата дискаунтер в городах с населением более 30 тыс. человек (Ярославль, Калуга, Рязань, Смоленск, Тула, Тверь, Владимир и т.д.)
- Дальнейшее развитие программы франчайзинга в регионах и расширение этой сети до 239 магазинов
- Удержание ценового преимущества благодаря увеличению доли товаров под собственными брендами (private label) и улучшение условий оптовых закупок
- Дальнейшее улучшение операционной эффективности Компании за счет интеграции новых региональных магазинов в систему логистики

## Финансовые результаты

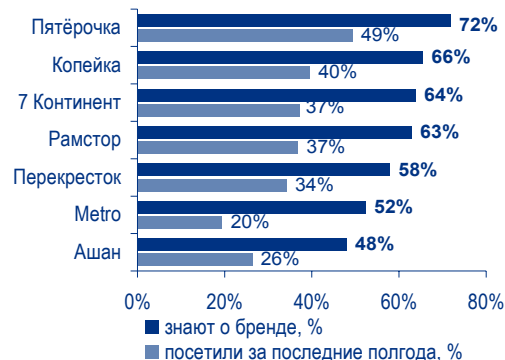
Наш финансовый анализ основывается на аудированной (Эрнст энд Янг (СНГ) Лимитед) финансовой отчетности Компании за 2003 и 2004гг., подготовленной в соответствии с МСФО. Мы также проводим сравнительный анализ с недавно разместившей свой облигационный заем компанией Пятерочка, которая, по нашему мнению, является наиболее близким аналогом для Копейки.

## Рентабельность

В 2004г. Компания продолжила интенсивный рост и добавила к своему розничному портфелю еще 11 магазинов, таким образом, собственная сеть Копейки на конец 2004г. состояла из 51 магазинов (по сравнению с 65-ю на данный момент). Количество магазинов, работающих по франчайзинговым договорам, не изменилось и составило 17. Общая торговая площадь выросла на 10,3% с 45,9 тыс м<sup>2</sup> в 2003г. до 50,6 тыс м<sup>2</sup> в 2004г.

Как следствие, объем продаж вырос на 60,4% до 10,7 млрд руб. (372

## Рекламная осведомленность, янв 2004г.



Источник: Gallup Media

## Темп роста торговой сети в 2005-2009гг. ожидается на уровне 65%



Источник: Копейка

**Средний темп роста выручки Копейки за последние три года составил порядка 56,3%**



млн долл.) с 6,7 млрд руб. (218 млн долл.) Прошлый год не стал исключением – средний темп роста выручки за последние три года составил порядка 56,3%, а за последние два года – 56,7%. Однако, следует заметить, что темп роста выручки магазинов, открытых до 2003г., составил 8,7%.

Значительно превысив рост выручки, Ebitda достигла нового уровня и составила порядка 757 млн руб. (или 26 млн долл.), обозначив рост на 101,3% по сравнению с 2003г. Норма Ebitda также улучшилась и установилась на уровне 7,1%, что на 150 б.п. выше этого показателя в предыдущем году. Таким образом, за последние три года норма Ebitda укрепилась на 4,8%.

Улучшение рентабельности произошло за счет нескольких совокупных факторов: (а) более быстрый рост розничных цен по сравнению с себестоимостью, (б) рост доли товаров под собственными брендами (*private label*), (в) рост торговых оборотов в существующих магазинах, (г) рост объемов закупок Копейки, что начинает оказывать положительное давление на поставщиков, (д) улучшение логистики и (е) способность Компании удерживать рост коммерческих и управленческих расходов.

Анализируя рентабельность Компании по норме Ebitdar (операционный доход до вычета процентных, налоговых, амортизационных и арендных расходов), этот показатель также улучшился в 2004г. до 8,8%, по сравнению с 7,9% в 2003г., что произошло за счет вышеперечисленных факторов и благодаря снижению арендных расходов относительно выручки.

#### **Долговая нагрузка**

Анализируя долговую нагрузку Копейки и ее способность покрывать процентные расходы, мы обращаем внимание на то, что в 2003г. Компания финансировала свою деятельность исключительно из собственных средств, финансовый долг в капитальной структуре Копейки на тот момент отсутствовал.

В 2004г. Копейка привлекла заемные средства для дополнительного финансирования своей экспансии: банковский кредит в размере 10 млн долл. и CLNs в размере 40 млн долл., в результате чего долг Компании вырос до 1,4 млрд руб. (50 млн долл.). Несмотря на рост долга, долговая нагрузка Компании осталась на низком уровне - показатель Долг/Ebitda в 2004г. составил около 1,9х, а после вычета имеющихся денежных средств из общего долга, показатель Чистый долг/Ebitda составил около 1,3х за тот же период. Показатель Ebitda/процентные расходы в 2004г. остался на более чем достаточном уровне и составил 14,8х.

#### **Состояние ликвидности**

Ebitda в 2004г. составила около 757 млн руб. (26 млн долл.), а денежные потоки после выплаты процентных и налоговых обязательств и фондирования рабочего капитала составили порядка 367 млн руб. (13 млн долл.), оставшиеся средства были направлены Компанией на выплату дивидендов в размере 255 млн руб. (9 млн долл.) и частичное финансирование инвестиционной программы в размере 1,1 млрд руб. (39 млн долл.). Денежный разрыв был закрыт за счет привлечения банковского кредита и выпуска CLNs, общий объем которых составил около 1,4 млрд руб. (50 млн долл.). Денежные средства на счетах Компании на конец 2004г. выросли до 513 млн руб. (18 млн долл.).

Ликвидность Компании в течение следующих 18 месяцев будет главным образом зависеть от размеров и времени инвестиционных вложений в развитие торговой сети, эффективного управления оборотным капиталом, способности рефинансировать подходящие к

**За последние три года норма Ebitda Компании укрепилась на 4,8%**

**В 2004г. показатель Долг/Ebitda Копейки составил 1,9х, Чистый долг/Ebitda - 1,3х, Ebitda/процентные расходы - 14,8х.**

**Состояние ликвидности Копейки на данный момент не вызывает у нас сомнений**



погашению долговые обязательства и привлекать новые кредиты по мере необходимости. Однако после оценки способности планировать и возможности своевременно привлекать необходимые кредитные средства в прошлом и в обозримой перспективе, состояние ликвидности Копейки на данный момент не вызывает у нас сомнений.

### Прогноз основных кредитных показателей

Кредиты, со сроками погашения в 2005г, составляют 20 млн долл., и данный облигационный выпуск будет частично использован для рефинансирования краткосрочного долга. Общий долг на конец 2005г. Копейка планирует на уровне 83 млн долл.

Исходя из бюджета Компании на 2005г., рост выручки ожидается на уровне 56%, а объем продаж достигнет 598 млн долл. Копейка прогнозирует дальнейшее укрепление нормы Ebitda, которая ожидается на уровне 8,1% (по сравнению с 7,1% в 2004г), что соответствует показателю Ebitda, равному 48 млн долл., в то время как норма Ebitdar укрепитя до 9,2%, а показатель Ebitdar составит около 59 млн долл. за 2005г.

Если прогнозы Компании материализуются и общий долг в 2005г. не превысит 83 млн долл., показатель Долг/Ebitda сохранится на прежнем умеренном уровне, а в случае снижения долга, имеет потенциал улучшения ниже уровня 1,9х. Ebitda/процентные расходы в этом случае могут установиться на достаточном уровне и в диапазоне 6,1х-6,6х.

Даже при более скромном прогнозе роста продаж на 30% (половина среднего за последние три года) до 484 млн долл. и удержании нормы Ebitda на уровне 2004г, а именно 7,1%, Долг/Ebitda может достигнуть уровня 2,4х, но, тем не менее, сохранится на умеренном уровне. Показатель Ebitda/процентные расходы, при этом сценарии, может установиться в пределах 4,3х-4,7х, в зависимости от способности Компании удерживать совокупный долг на уровне не более 83 млн долл.

С другой стороны, если Компания решит реализовывать свою инвестиционную программу в запланированном объеме и капитальные вложения в 2005г. достигнут уровня 111 млн долл., то Компании понадобятся дополнительные кредитные средства порядка 34 млн долл., и, таким образом, Долг/Ebitda и Ebitda/процентные расходы могут достигнуть уровня 2,4х и 4,9х соответственно, что по-прежнему будет приемлемым уровнем.

### Сравнительный анализ и прайсинг

Если сравнивать темпы роста Компании с показателями ближайшего конкурента, то развитие Копейки происходило в 2004г. более динамично. Рост выручки у Пятерочки в 2004г. составил около 36,7% (в рублевом выражении), средний за последние два года составил около 43,5%, а рост продаж магазинов, открытых до 2003г. – 15,9%, в то время как у Копейки эти показатели составили 60,4%, 56,7% и 8,7% соответственно.

Показатели норм Ebitda и Ebitdar у Компании при сравнении с Пятерочкой выглядят ниже на 3,0% и 3,3%. Более высокая рентабельность Пятерочки может объясняться, на наш взгляд, более низкой себестоимостью товара, что обусловлено более масштабными закупками, а также более высоким контролем над коммерческими и общехозяйственными расходами. Так, например, валовая маржа и SG&A у Копейки в 2004г. составили 21,0% и 12,1% соответственно, в то время как у Пятерочки эти показатели составили 22,2% и 10,2% соответственно. Мы также полагаем, что рост коммерческих расходов Компании связан с более динамичным ростом по сравнению с Пятерочкой, и ожидаем относительное

**Если прогнозы Компании материализуются, показатель Доле/Ebitda в 2005г. сохранится на прежнем уровне 1,9х, а Ebitda/процентные расходы будут находиться в диапазоне 6,1х-6,6х**

**При консервативном сценарии, на конец 2005г. Доле/Ebitda может достигнуть уровня 2,4х, а Ebitda/процентные расходы - 4,3х-4,7х**

### За последние два года оборот Копейки рос более динамично чем у Пятерочки



Источник: Копейка, Пятерочка

### Норма Ebitda: рентабельность Пятерочки выглядит выше



Источник: Копейка, Пятерочка



снижение расходов по мере достижения более умеренных темпов роста.

При сравнении кредитных показателей Копейки и Пятерочки, долговая нагрузка Пятерочки на конец 2004г. ниже. Долг/Ebitda и Ebitda/процентные расходы Пятерочки составили 0,61х и 29,8х, а у Копейки 1,88х и 14,77х соответственно. Тем не менее, из этого не следует, что долговая нагрузка Копейки находилась на высоком уровне, а скорее то, что кредитные показатели у Пятерочки на конец 2004г. имели значительный резерв.

Следует отметить, что выплаты по всем долговым обязательствам Копейки наступают в этом году, в то время как у Пятерочки график амортизации совокупного кредитного портфеля выглядит более растянутым, особенно в результате размещения недавнего 5-летнего облигационного займа, в результате чего средневзвешенный срок совокупного долга Пятерочки, по нашим подсчетам, составил около 4,5 года. Так как часть облигационного выпуска Копейки будет направлена на рефинансирование, амортизационный профиль Компании в результате улучшится.

Мы также не уменьшаем значения многих качественных факторов кредитного качества Компании, одним из которых является доля арендуемых площадей, которая у Копейки составила около 34% на конец 2004г., в то время как у Пятерочки этот показатель составлял около 65% в Москве и Московской области и 51% в Санкт-Петербурге и Ленинградской области. По состоянию на май 2005г. арендные договора Копейки, сроки действия которых заканчиваются в 2005-2006гг., представляли незначительную долю и составляли лишь 4,5% и 5,5% от общих арендуемых площадей. Исходя из этого, мы считаем, что риски, связанные с резким увеличением арендной платы и соответственно потенциальным снижением рентабельности, несущественными.

Еще одним свидетельством стабильности арендных расходов является тот факт, что средний срок действия арендных договоров у Копейки на сегодняшний день составляет около 6,5 лет, что значительно уменьшает зависимость от арендодателей и увеличивает предсказуемость арендных расходов.

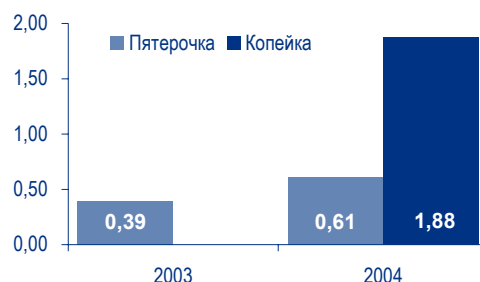
Таким образом, по основным кредитным показателям Копейка уступает Пятерочке, хотя разница в кредитном качестве смягчается неколичественными показателями, согласно которым развитие сети Копейка можно охарактеризовать как более качественное.

В сравнении с другими эмитентами потребительского сектора, за исключением Пятерочки, Копейка имеет существенно меньшую долю долга в капитальной структуре и, как следствие, более высокие кредитные показатели (см. таблицу).

Суммируя количественные и качественные факторы, мы считаем, что по параметрам кредитного качества выпуск Копейка должен иметь премию порядка 75-100 б.п. к выпуску Пятерочка. Однако, принимая во внимание существенно более длинную дюрацию выпуска Пятерочка (пять лет против 1,5 года) и соответствующую премию за длину выпуска, мы считаем, что выпуск Копейка должен размещаться с таким же спредом к кривой Москвы, как и выпуск Пятерочка.

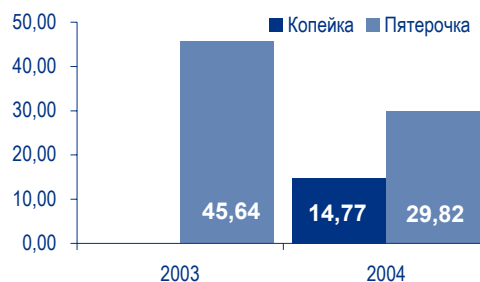
Учитывая уровень спреда выпуска Пятерочка к кривой Москвы, уровни доходности сопоставимых выпусков потребительского сектора и премию за первичное размещение порядка 50 б.п., мы оцениваем справедливую доходность выпуска Копейка'08 к 1,5-годовой оферте на уровне 10,25-10,75%.

## Долг/ЕВITDA: долговая нагрузка Пятерочки имеет значительный резерв



Источник: Копейка, Пятерочка

## ЕВITDA/Проценты - покрытие процентных расходов находится на высоком уровне



Источник: Копейка, Пятерочка

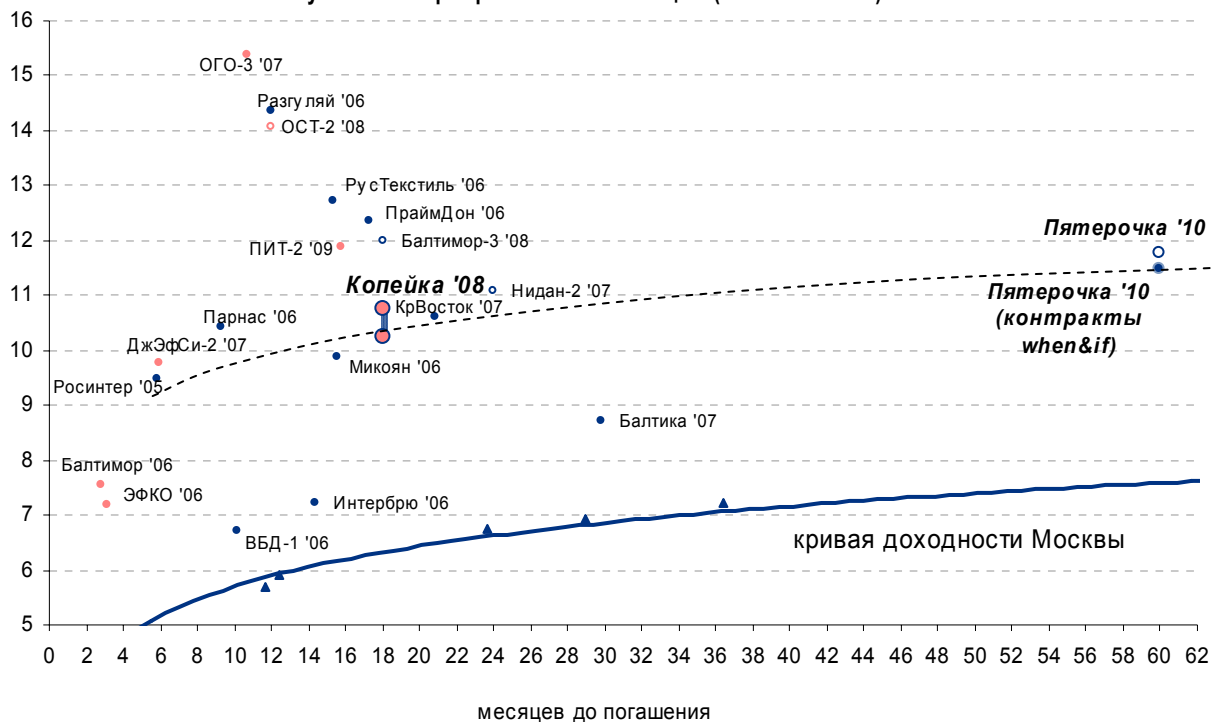
## Копейка в сравнении с компаниями потребительского сектора

млн руб.	Пятерочка	Копейка	Нидан	JFC
Сектор	розн торговля	розн торговля	пищевая	опт торговля
Объем продаж	31 856	10 726	4 887	9 944
ЕВITDA	3 210	757	512	724
Норма ЕВITDA	10,1%	7,1%	10,5%	7,3%
Суммарные активы	11 534	5 651	4 655	3 881
Собств капитал	4 606	3 217	1 415	823
Общий долг	1 974	1 422	2 300	2 797
Долг/Капитал	30,0%	44,2%	61,9%	77,3%
Долг/Активы	17,1%	25,2%	49,4%	72,1%
Долг/ЕВITDA	0,6	1,9	4,5	6,76
ЕВITDA/Проценты	29,8	14,8	2,7	2,64
Рейтинг Уралсиб	В+	В	В-	С+

Источники: данные компаний



Рублевые корпоративные облигации (10 июня 2005г.)



**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами****Руководитель бизнес-блока**

Александр Пугач, apugach@uralsib.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she\_sa@uralsib.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov\_en@uralsib.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar\_am@uralsib.ru

Татьяна Архипова, tarkhipova@uralsib.ru

Александр Чекин, аналитик, atchekine@uralsib.ru

Андрей Дабижа, трейдер по еврооблигациям, dab\_ay@uralsib.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor\_av@uralsib.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@uralsib.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal\_av@uralsib.ru

**Управление рынков долгового капитала****Руководитель управления**

Дмитрий Волков, vda@uralsib.ru

Илья Зимин, директор, zimin@uralsib.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim\_gg@uralsib.ru

Дарья Сонюшкина, ст. специалист, son\_da@uralsib.ru

**Аналитическое управление****Руководитель управления**

Петру Вадува, vad\_pe@uralsib.ru

**Заместитель руководителя управления**

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

**Стратегия**

Петру Вадува, руководитель управления, vad\_pe@uralsib.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@uralsib.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@uralsib.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai\_ng@uralsib.ru

**Металлургия/Машиностроение**

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo\_vb@uralsib.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu\_ks@uralsib.ru

**Телекоммуникации**

Константин Чернышев, ст. аналитик, che\_kb@uralsib.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud\_sa@uralsib.ru

**Нефть и газ / Энергетика**

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap\_ca@uralsib.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kor\_an@uralsib.ru

Марина Лукашова, аналитик, luk\_mr@uralsib.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai\_ma@uralsib.ru

Анна Юдина, аналитик, udi\_an@uralsib.ru

**Банки**

Владимир Савов, ст. аналитик, sav\_vn@uralsib.ru

**Потребительский сектор**

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr\_my@uralsib.ru

**Экономика России**

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih\_vi@uralsib.ru

**Редактирование/Полиграфия/Перевод**

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),

bra\_ms@uralsib.ru

Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.),

ros\_ch@uralsib.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор,

pro\_ja@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор,

pya\_ae@uralsib.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru\_jo@uralsib.ru

**Интернет / Базы данных**

Мария Плотникова, аналитик, plo\_my@uralsib.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra\_kv@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005