В июне в СМИ появилась информация о том, что собственник ТД «Копейка» — ФК «Уралсиб» — вернулся к идее продажи доли в розничной сети. Как сообщила газета «Ведомости», в ходе запланированного на осень 2010 года IPO ритейлер может продать от 30% акций. Организаторами размещения назначены банк «Уралсиб» и Morgan Stanley. В качестве альтернативы IPO рассматривается также вариант продажи бизнеса целиком. Одним из возможных покупателей, по мнению участников рынка, может стать X5 Retail Group.
В интервью журналу Cbonds Review заместитель финансового директора компании Михаил Беляев прокомментировал опубликованную накануне годовую отчетность «Копейки» по МСФО и принятое акционерами решение о размещении биржевых облигаций на 14 млрд руб.

«Мы хотим обеспечить потенциальных инвесторов ликвидным инструментом»

– В конце июня ОАО «Торговый Дом «Копейка» выпустило отчетность по МСФО за 2009 год. Как вы оцениваете финансовые показатели сети?

– Выручка ОАО «Торговый Дом Копейка» за 2009 год составила 54.2 млрд руб., что на 17% больше, чем в прошлом году. В результате реализации стратегии сбалансированного развития и управления издержками нам удалось увеличить рентабельность. По сравнению с 2008 годом показатель EBITDA вырос на 78% и достиг 3.7 млрд руб. (6.8% от выручки). При этом рост на основе проформы за указанный период составил 85% (3.85 млрд руб.). Основными факторами, обеспечившими такой результат, стали рост валовой рентабельности по сравнению с 2008 годом на 1.4% и снижение соотношения коммерческих, общих и административных расходов к выручке по сравнению с 2008 годом на 0.9%.

В 2009 году компания получила чистую прибыль в размере 1.63 млрд руб. по МСФО против убытка 2008 года (-1.64 млрд руб.).

Компания более чем в полтора раза сократила показатель чистый долг/EBITDA до значения 2.6X (на основе проформы отчетности за 2009 год). При этом за указанный период доля долгосрочных источников финансирования увеличилась с 41% до 73%.

– Какова сегодня структура вашего долгового портфеля?

Михаил БЕЛЯЕВ,
заместитель финансового директора ОАО «Торговый Дом «Копейка»

– Общий объем финансовых обязательств компании в настоящее время составляет порядка 12.5 млрд руб. Из них более 80% приходится на долгосрочные обязательства (более 1 года). Все финансовые обязательства номинированы в рублях.

– Какой объем имеющейся задолженности «Копейке» предстоит рефинансировать в текущем году?

– ОАО «Торговый Дом «Копейка» более чем в два раза сократило объем краткосрочной задолженности по итогам прошлого года. Мы продолжаем работу по увеличению остаточной дюрации финансовых обязательств и в этом году. В настоящее время нам осталось рефинансировать только два кредита на общую сумму в 800 млн руб. Такой объем мы сможем рефинансировать за счет собственного операционного денежного потока.

– У ТД «Копейка» в обращении находятся два выпуска облигаций на общую сумму 8 млрд руб. Какой объем находится в рынке? Как вы оцениваете ликвидность в бумагах?

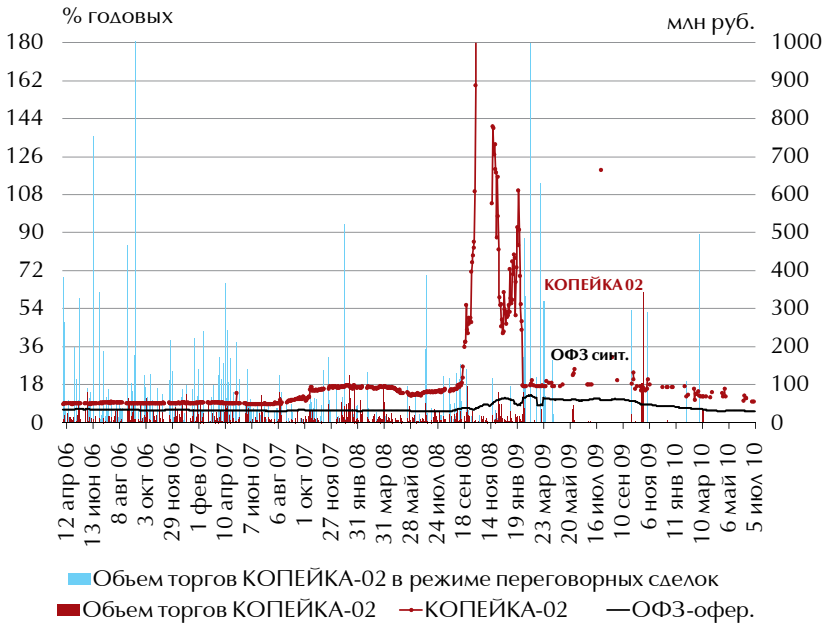
– Важным итогом прошлого года для нас стало то, что, несмотря на финансовый кризис, ОАО «Торговый Дом «Копейка» подтвердило свой статус надежного заемщика, пройдя оферты по двум облигационным выпускам на общую сумму 8 млрд руб.

Сейчас в свободном обращении на рынке находится порядка 47% всех облигаций ОАО «ТД «Копейка». Можем согласиться, что ликвидность обоих выпусков довольно низкая.

– Тяжело ли в текущих условиях получить рефинансирование в банках? Как изменилось их отношение к бизнесу компании после кризиса?

– Начиная с марта-апреля 2010 года мы видим растущий интерес банков к кредитованию реального сектора экономики.

Со своей стороны, мы прилагаем усилия к тому, чтобы развивать отношения с кредиторами, проявившими себя в кризис как надежные партнеры. Это такие банки, как Сбербанк, Газпромбанк, банк «Уралсиб», МКБ, Райффайзенбанк, «Гаранти». При этом мы открыты для сотрудничества и с другими кредиторами, в особенности если их переговорная позиция является гибкой и они готовы предложить удобную для компании структуру кредитного продукта.



Источник: ОАО «Банк «Петрокоммерц»

Рисунок 1

Доходность облигаций КОПЕЙКА, 02 к ОФЗ синт.

Что касается процентных ставок на рынке, то мы также наблюдаем тенденцию к их снижению. Это отражается и на стоимости заимствований для нашей компании. Эффективную стоимость заимствований в первом полугодии 2010 года нам удалось снизить на 2.5% годовых.

– В конце мая ТД «Копейка» принял решение о размещении биржевых облигаций на 14 млрд руб. Почему был выбран именно этот инструмент?

– Последние достижения ОАО «ТД «Копейка» в повышении инвестиционной привлекательности вместе с сильными финансовыми результатами по итогам 2009 года стали предпосылкой для пересмотра рейтинговым агентством S&P оценки кредитоспособности компании. Повышение рейтинга ОАО «ТД «Копейка» позволит компании претендовать на включение биржевых облигаций в список ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения по операциям РЕПО с Банком России.

В связи с этим мы хотим обеспечить потенциальных инвесторов ликвидным инструментом со структурой, отвечающей ожиданиям рынка в настоящее время. Кроме того, обращение на фондовой бирже ликвидных облигаций способствует формированию положительной публичной истории и обеспечивает возможность привлекать в будущем финансирование на рынке на выгодных для компании условиях.

«ПОВЫШЕНИЕ РЕЙТИНГА ОАО «ТД «КОПЕЙКА» ПОЗВОЛИТ КОМПАНИИ ПРЕТЕНДОВАТЬ НА ВКЛЮЧЕНИЕ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ В СПИСОК ЦЕННЫХ БУМАГ, ПРИНИМАЕМЫХ В КАЧЕСТВЕ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ПО ОПЕРАЦИЯМ РЕПО С БАНКОМ РОССИИ»

Евгений ДОРОФЕЕВ,
начальник отдела портфельного анализа,
ОАО «Банк «Петрокоммерц», доцент ГУ-ВШЭ

СТРАТЕГИЯ КОНСЕРВАТИВНОГО РАЗВИТИЯ

МНЕНИЕ

ОАО «ТД «Копейка» входит в первую десятку российских продуктовых ритейлеров по общему обороту и в первую тройку по обороту магазинов сопоставимых форматов — дискаунтеров и магазинов «у дома». По собственной классификации компании, она является единственной полностью моноформатной сетью мягких дискаунтеров шаговой доступности (в частности, «Дикси» и «Виктория» управляют кроме магазинов «у дома» небольшим числом супермаркетов). Впрочем, точного определения понятий «дискаунтер», «супермаркет», «гипермаркет» нет, хотя традиционно считается, что «мягкие» дискаунтеры — магазины более крупного формата и с большим ассортиментом, чем «жесткие». В Таблице 1 приведены сравнительные показатели крупнейших российских сетей дискаунтеров и магазинов «у дома».

Они подтверждают тезис: по средней площади магазинов выделяются «мягкие» дискаунтеры «Копейки» и группы X5 (прежде всего, бренд «Пятерочка»), хотя «Копейка» заметно уступает X5 по средней выручке с квадратного метра. Это можно, в частности, объяснить агрессивной политикой цен «Пятерочки», что привело к росту ее трафика, хотя и в ущерб рентабельности, и более выраженной региональной диверсификацией «Копейки». Так, по нашим оценкам, доля выручки магазинов «Копейки», расположенных вне столичных регионов, составляет до 41% выручки сети, тогда как у «Пятерочки» — не более 15%.

Финансовые результаты компании можно оценить как умеренно положительные: она преодолела двухлетний период убытков, получив консолидированную прибыль Pro-forma более 1.9 млрд руб. Впрочем, стоит отметить, что в 2008 году убыток в 1.64 млрд руб. был в значительной степени «бумажным» — из-за списания почти 3.19 млрд руб. кредита ООО «Копейка Поволжье». Эта сумма образовалась в результате активного инвестирования головной компании в 2007–2008 годах в активы поглощаемой компании. Она более чем на 80% была восстановлена в отчетности МСФО за 2009 год. А рублевая выручка Pro-forma сети выросла в 2009 году менее чем на 23% при росте числа магазинов на конец года на 13.5%. Иными словами, средняя выручка магазинов выросла только на уровень продуктовой потребительской корзины.

Таким образом, фактически «Копейка» в 2009 году лишь подтвердила свою операционную устойчивость, продемонстрировав скорее продолжение экстенсивного роста. Впрочем, этот результат сам по себе следует считать очень неплохим, если учесть, что «Копейка» планирует и дальше развивать бизнес преимущественно в Центральном и Приволжском ФО, избегая острой конкурентной борьбы в новых для себя регионах и одновременно ограничивая потребности в капитальных затратах.

В 2009 году компания более чем на треть снизила свою долговую нагрузку — с более чем 4.1x до примерно 2.6x по показателю чистый долг/EBITDA — прежде всего благодаря росту операционных показателей. Сформировавшийся к концу 2009 года долговой профиль вполне удовлетворительный — почти ¾ долга имеет срочность более года, причем, по утверждению представителя компании, основная часть длинного долга имеет срочность от двух лет.

В целом, можно сказать, что «Копейка» придерживается умеренно-консервативной стратегии заимствований: отношение чистого долга к EBITDA хоть и находится на максимальном среди компаний peer-группы уровне, но на общем фоне не выделяется. Доля же краткосрочного долга намного меньше аналогичного показателя компаний-конкурентов. Тем не менее, по итогам 2009 года показатель покрытия процентных платежей IntExp/EBIT все еще остается на высоком уровне — более чем 0.78x, что выше, чем по итогам 2008 года (0.53x), но намного лучше, чем в предыдущие периоды.

В настоящее время на рынке обращаются два выпуска облигаций группы: «КОПЕЙКА-02» и «КОПЕЙКА-03» на общую сумму 8 млрд руб. по номиналу с погашением в 2012 году, хотя фактически в рынке находятся бумаги на сумму менее 3.9 млрд руб. (по существу, только «КОПЕЙКА-02»). Выкуп облигаций «КОПЕЙКА-03» по оферте в августе 2008 года по соглашению с компанией осуществила ФК «УРАЛСИБ», основным акционером которой является владелец сети Н. Цветков. «УРАЛСИБ» выкупил на себя более 95% объема выпуска.

Компания планирует привлечь еще до 14 млрд руб. через трехлетние биржевые облигации с целью продолжить «демонстрацию флага» на рублевом облигационном рынке и еще более удлинить долг. Пока трудно оценить, как это повлияет на кредитоспособность компании в целом, поскольку график размещения новых облигаций не утвержден. Но как нам представляется, компания и дальше намерена придерживаться достаточно консервативной долговой политики, не допуская роста отношения долг/EBITDA более 3x. Мы также надеемся на дальнейшее улучшение показателей компании и считаем, что уже к концу года ее бонды можно будет покупать и на инвестиционном временном горизонте. Пока же «КОПЕЙКА-02» кажется на рынке несколько недооцененной, оставаясь спекулятивной бумагой с доходностью в районе 10–11% годовых. Однако с учетом повышения агентством S&P рейтинга «Копейки» до B- и возможного включения ее бумаг в Ломбардный список ЦБ, инвесторы могут рассчитывать на движение доходности по этой бумаге еще на 50–100 б.п. вниз.

Таблица 1. Сравнительные показатели крупнейших сетей дискаунтеров и магазинов шаговой доступности (по итогам 2009 г.*)

Сети дискаунтеров/ магазинов у дома	Число магазинов	Торговая площадь сети, тыс. кв. м	Средняя площадь магазина, кв. м	Выручка, $ млн	Средняя выручка с кв. м, $
Магнит	3 204	981.8	306	4 892.9	4 984
X5 Retail Group	1 039	493.0	474	4 676.3	9 485
Копейка**	587	287.8	490	1 810.4	6 290
Дикси	517	197.1	381	1 444.5	7 330
Виктория	191	70.5	369	625.7	8 869

* Представлены оценочные показатели бизнес-сегментов и дивизионов, работающих в форматах дискаунтеров/магазинов шаговой доступности, для «Копейки» — данные по компании в целом

**По данным отчетности Pro-forma (с учетом результатов ООО «Копейка Поволжье» с 01.01.2009)

Источники: данные компаний, оценки ОАО «Банк «Петрокоммерц»

Таблица 2. Показатели долговой нагрузки компаний peer-группы (по итогам 2009 г.*)

Розничные компании	Выручка, $ млн	EBITDA, $ млн	Чистый долг, $ млн	Чистый долг/ EBITDA, x	Доля краткосрочного долга, %
X5 Retail Group	8 706	736.0	1694.2	2.3	84.6
Магнит	5 356	509.5	48.8	0.1	63.6
Копейка**	1 810	121.1	347.0	2.9	27.3
Дикси	1 710	91.5	266.7	2.9	97.6
Виктория	626	64.7	127.1	2.0	н/д

*Учитывались консолидированные показатели сетей

**По данным отчетности Pro-forma (с учетом результатов ООО «Копейка Поволжье» с 01.01.2009)

Источники: данные компаний, оценки ОАО «Банк «Петрокоммерц»