

Детский мир – Центр (NR):

Российский рынок облигаций

Приход Сбербанка в капитал – новый повод купить облигаций ритейлера

10 ноября 2010 г.

Выводы

Мы положительно оцениваем перспективы приобретения Сбербанком блокирующего пакета акций ОАО «Детский Мир – Центр» для кредитного качества ритейлера. В результате предстоящей сделки Детский Мир привлечет порядка 3,4 млрд руб капитальных инвестиций, а также получит в лице Сбербанка надежного стратегического и финансового партнера.

На наш взгляд данное событие – еще один повод обратить внимание на выпуск облигаций Детский Мир – Центр-1 (доходность YTM10,8% к погашению 26 мая 2015 г.), исполнение обязательств по номинальной стоимости которого обеспечено гарантиями города Москвы. В настоящее время данный выпуск выглядит дешево относительно своих докризисных уровней, предлагая спред к кривой доходностей Москвы порядка 360 б.п. по сравнению со средним значением данного показателя на уровне 270 б.п. в период до сентября 2008 г.

Инвестиционный анализ

Детский мир привлечет 3,4 млрд руб капитальных инвестиций... Акционеры ОАО «Детский Мир – Центр» (эмитент облигаций Детский Мир – Центр-1) на прошедшем 1 ноября внеочередном собрании одобрили размещение в пользу Сбербанка доэмиссии в размере 25%+1 акция от увеличенного уставного капитала компании. На текущий момент 100% акций ОАО «Детский Мир – Центр» контролируются инвестиционным холдингом АФК «Система» (BB/Ba3/BB-). Исходя из параметров сделки, которые Система опубликовала в своем пресс-релизе, в результате доэмиссии Детский Мир может привлечь 3,4 млрд руб (~\$110,8 млн), часть из которых компания намерена направить на рефинансирование своего долгового портфеля. Предполагаемая структура транзакции подразумевает наличие у Сбербанка права на обратную продажу Системе акций ритейлера. Завершение сделки ожидается до конца 2010 г.

...и приобретет надежного стратегического и финансового партнера в лице Сбербанка. Руководство Системы уже достаточно продолжительное время занималось поиском стратегического партнера для Детского Мира. На наш взгляд Сбербанк идеально подходит на эту роль. Как мы считаем, данная сделка упрочит и без того крепкие партнерские отношения сложившиеся между Системой и российскими госбанками. В результате транзакции Детский Мир с большой долей вероятности получит более широкий доступ к финансовым ресурсам крупнейшей кредитной организации РФ. В тоже время очевидно, что для Сбербанка Детский Мир не является профильным активом, чем как мы полагаем и объясняется наличие у банка опциона на обратную продажу акций ритейлера Системе.

Кредитоспособность Детского Мира по-прежнему определяется акционерной поддержкой. Кредитные метрики Детского мира как отдельно взятой компании пока остаются откровенно слабыми. Результаты бизнес-единицы «Потребительские активы» в составе консолидированной отчетности АФК «Система» по US GAAP (в котором Детский мир является ключевым активом) за период IP2010г. отражают убыток на уровне OIBDA в размере \$14 млн при совокупном финансовом долге в \$224 млн. Исторически финансовые показатели Детского мира также были неубедительными – в 2009г. убыток компании на уровне OIBDA составил \$47 млн, а OIBDA полученной в 2007 и 2008гг. было недостаточно для покрытия процентных расходов. Таким образом, акционерная поддержка со стороны Системы остается основным фактором определяющим кредитоспособность компании. Наиболее свежим примером таковой может служить доэмиссия акций Детского Мира объемом 1,6 млрд руб (~\$52 млн), выкупленная Системой летом нынешнего года. Важной составляющей кредитного профиля Детского Мира также является поддержка со стороны г. Москвы, что закономерно, учитывая важный социальный статус ритейлера в городе. В частности, Москва выступает гарантом по обращающимся облигациям компании.

Выпуск Детский Мир – Центр-1 недооценен относительно облигаций Москвы. Риски неисполнения обязательств по номинальной стоимости облигаций Детский мир – Центр-1 нивелируются безусловной и безотзывной гарантией, предоставленной со стороны г. Москвы. Напомним, что в целях получения гарантий Москвы по облигациям Детского мира Система передала городу в залог принадлежащие холдингу объекты недвижимости. В настоящее время данный выпуск выглядит дешево относительно своих докризисных уровней. Так, в период до сентября 2008 г. средний исторический спред между выпуском Детский мир – Центр-1 и выпуском сопоставимой дюрации Москва-44, по нашим оценкам, составлял порядка 270 б.п. по сравнению с 360 б.п. в настоящее время (см. Илл.2 на стр.2). До текущего момента эмитент исправно осуществлял все процентные выплаты по облигациям. С рыночной точки зрения недостатками выпуска Детский мир – Центр-1 являются его относительно не высокая ликвидность и отсутствие бумаги в ломбардном списке. Но даже с учетом этого, мы полагаем, что премия в размере 300 б.п. к бумагам Москвы – вполне адекватная компенсация за кредитный риск эмитента. Мы находим облигации Детского Мира привлекательными, в первую очередь, – в качестве долгосрочной портфельной инвестиции и считаем сейчас целесообразным увеличивать позиции в выпуске.

Илл. 1: Ключевые финансовые и операционные показатели ГК «Детский мир»*

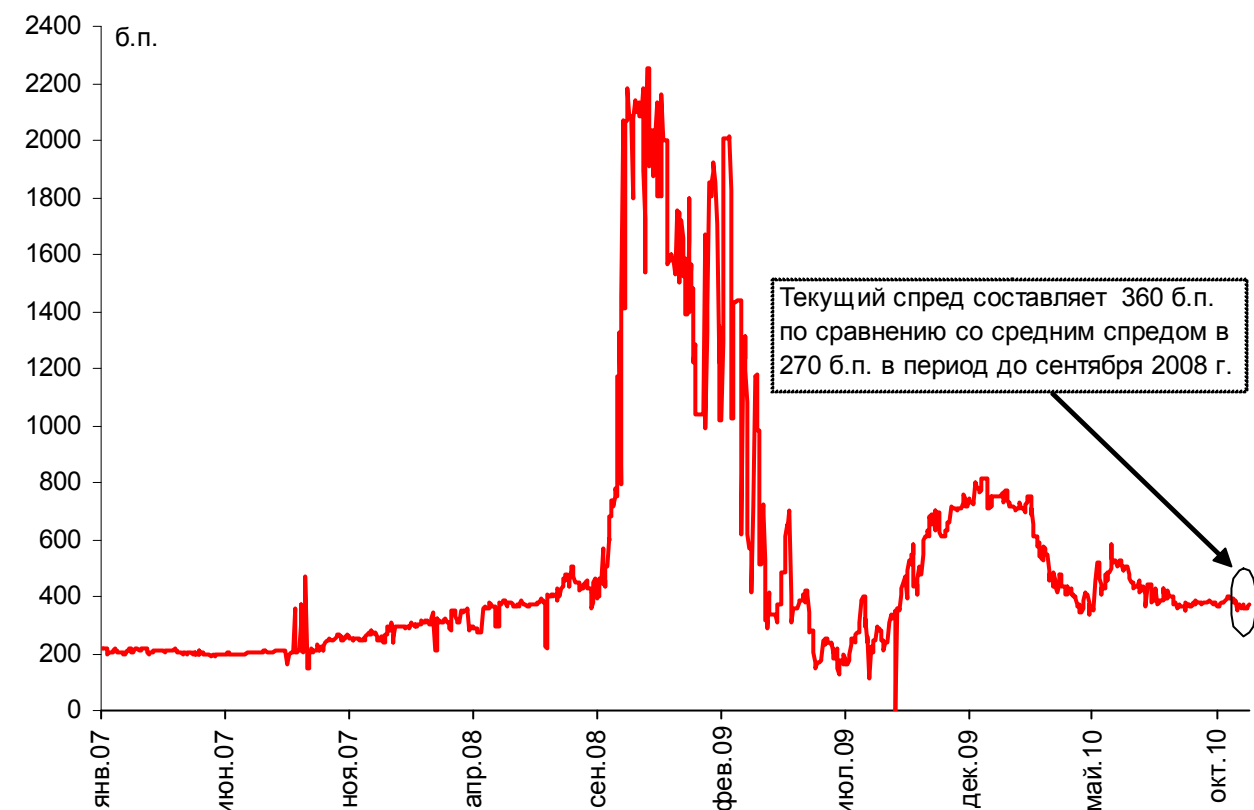
\$, млн.	IIIKB 2009	IVKB 2009	IKB 2010	IIKB 2010
Выручка	152	190	127	134
OIBDA	(8)	19	(10)	(4)
Долг	220	208	227	224
Торговая площадь (тыс кв. м)	211	215	214	214
Количество магазинов	127	129	129	130
Коэффициенты				
Норма OIBDA, %	-	10,0	-	-
Долг/OIBDA (x)	-	-	-	-

Источники: *показатели бизнес-единицы «Потребительские активы» АФК Система по US GAAP, оценки Альфа-Банка

Аналитический отдел research@alfabank.ru

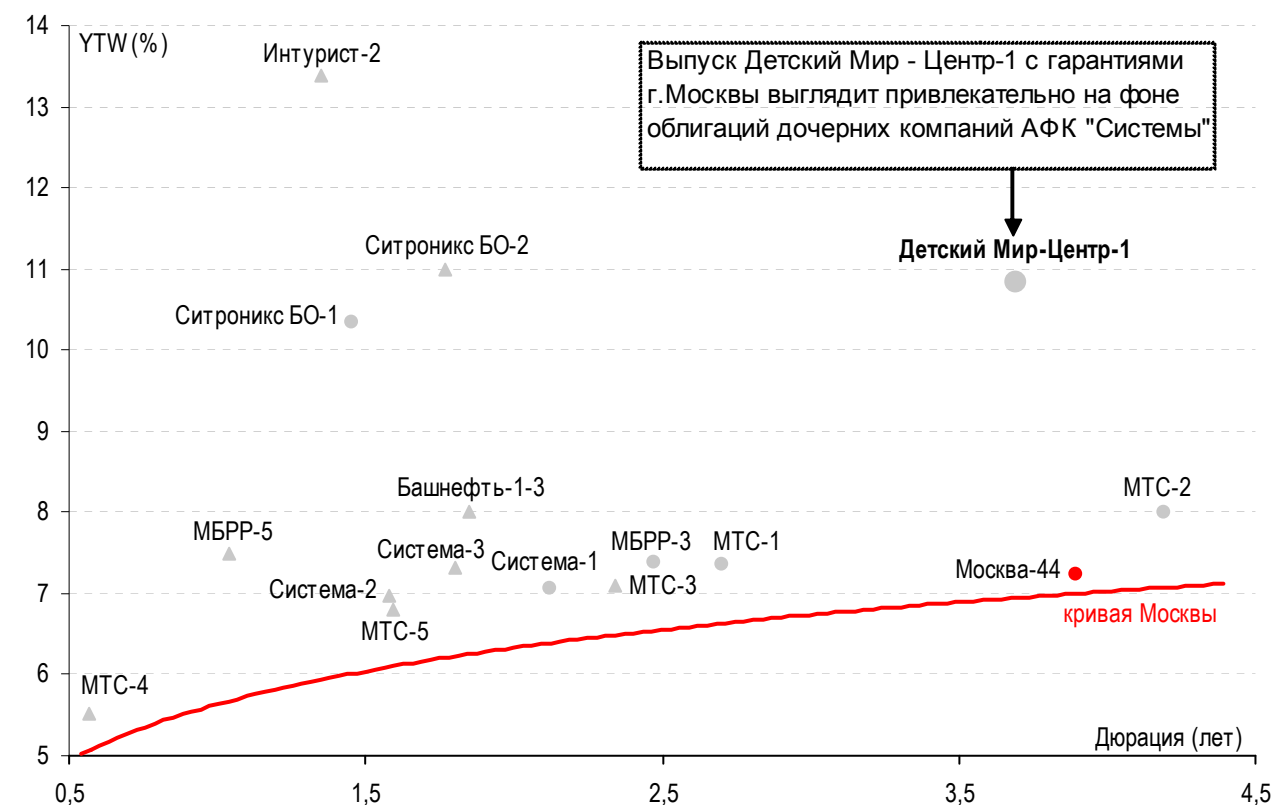
Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

Илл.2: Спред доходности Детский мир Центр-1 - Москва-44



Источники: Bloomberg, оценки Альфа-Банка

Илл.3: Диаграмма доходностей рублевых облигаций Системы и ее дочерних компаний



* - котировки по состоянию на 9 ноября 2010 г.
Источники: ММВБ, оценки Альфа-Банка

Информация

Альфа-Банк (Москва)
Управление
долговых ценных бумаг и деривативов
Торговые операции

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Саймон Вайн, Руководитель Управления
(+7 495) 745-7896
Олег Артеменко, директор по финансированию
(7 495) 785-74 05
Константин Зайцев, директор по торговым операциям
(7 495) 785-74 08
Михаил Грачев, директор по торговым операциям
(7 495) 785-74 04
Сергей Осмачек, трейдер
(7 495) 783 51 02
Игорь Панков, директор по продажам
(7 495) 786-48 92
Владислав Корзан, вице-президент по продажам
(7 495) 783-51 03
Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам
(7 495) 974-25 15 (доб. 7050)
Ольга Паркина, вице-президент по продажам
(7 495) 785-74 09
Егор Романченко, специалист по продажам
(7 495) 786-48 97

Аналитическая поддержка

Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу
(7 495) 974-25 15 (доб. 8523)
Татьяна Цилиурик, аналитик по внешнедолговым рынкам
(7 495) 974-25 15 (доб. 7669)
Денис Воднев, старший кредитный аналитик
(7 495) 792-58 47
Станислав Боженко, Ph.D старший кредитный аналитик
(7 495) 974-25 15 (доб. 7121)

Долговой рынок капитала

Александр Гуня, директор на долговом рынке капитала
(7 495) 974-2515 доб. 6368/3437
Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом
рынке капитала (7 495) 755-59 26
Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

© Альфа-Банк, 2010 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.