

РИСК X5 С ХОРОШЕЙ ДОХОДНОСТЬЮ НА КОРОТКИЙ СРОК

Торговая идея

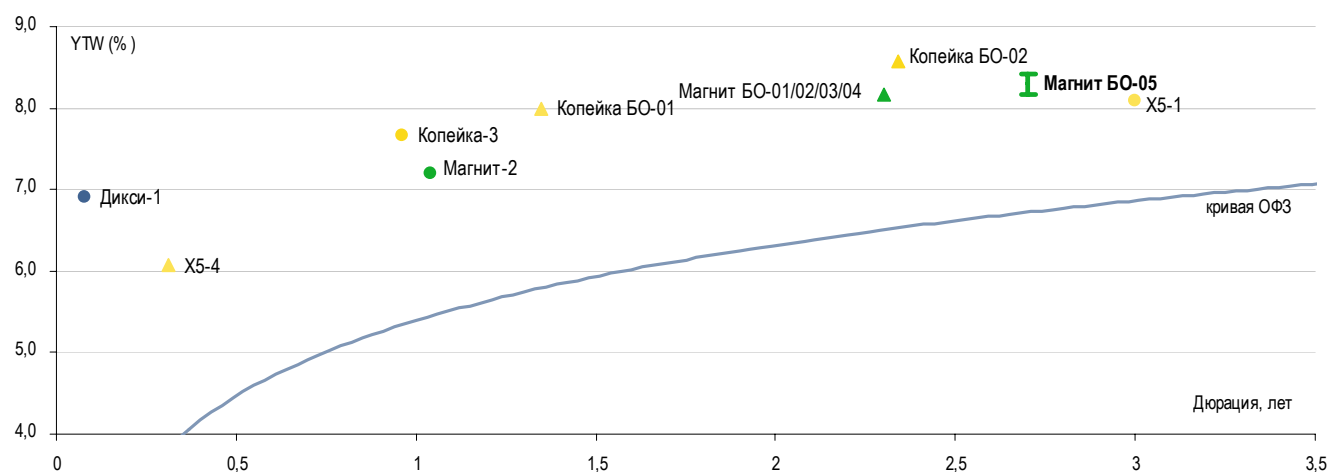
Короткие выпуски Копейки – самые доходные для своей дюрации облигации во втором эшелоне. Короткие выпуски Копейки (Копейка-3 с доходностью 7,7% на 12 мес. и Копейка БО-01 с доходностью 8,0% на 18 мес.) котируются с самой высокой доходностью среди выпусков второго эшелона на данных сроках. Отметим, что после недавней сделки с X5 эти облигации, по сути, являются риском крупнейшего по объему продаж российского ритейлера. Выше них в настоящий момент торгуются только выпуски банков, не входящих в первую тридцатку. Столь низкая оценка Копейки, на наш взгляд, несправедлива. В начале февраля агентство S&P снизило рейтинг объединенной компании на одну ступень до «В+», указав в качестве основной причины рост долговой нагрузки до 4,5 и подчеркнув, что, по его оценке, в конце 2011 г. долговая нагрузка будет превышать 4,0 – это не соответствует категории рейтингов «ВВ». В то же время следует подчеркнуть, что в прошлом году достаточно большой группе эмитентов существенно более высокая долговая нагрузка не мешала размещать облигации с более низкими доходностями и более узкими спредами к ставкам денежного рынка, чем те, с которыми облигации Копейки торгуются в настоящий момент. На наш взгляд, возможности X5 по рефинансированию своих обязательств ничуть не ниже, чем у крупнейших российских компаний горно-металлургического сектора (долговая нагрузка которых в I полугодии прошлого года значительно превосходила текущую долговую нагрузку X5), особенно принимая во внимание ресурсы ее материнской структуры «Альфа-Групп».

Если же смотреть на облигации с точки зрения спредов, то на коротком конце кривой облигации Копейки котируются со слишком большой премией к выпускам X5. Так, спред самого длинного выпуска Копейка БО-02 к выпуску X5-1 с поправкой на разницу в дюрации равняется 70 б.п., тогда как аналогичный спред для Копейка-3, Копейка БО-01 и X5-4 составляет порядка 100 б.п. Основания для наличия положительного спреда, по нашему мнению, сомнительны – осуществляя сделки по слияниям и поглощениям, X5 всегда выполняла обязательства по облигациям приобретаемых компаний (Пятерочка, Карусель).

Таким образом, на текущих уровнях мы рекомендуем к покупке короткие выпуски Копейки, которые считаем недооцененными. Также хотелось бы отметить, что и выпуск Магнит-2 при доходности 7,2% (+185 б.п. к рублевым свопам) на 12 мес. кажется нам дешевым.

Выпуск Копейка-3 торгуется со слишком широким спредом к облигациям X5

Выпуски облигаций ритейлеров по состоянию на 21 февраля 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2011