

ОБЛИГАЦИИ КОПЕЙКИ (S&P: B-) ИМЕЮТ ПОТЕНЦИАЛ СНИЖЕНИЯ ДОХОДНОСТИ НА ФОНЕ ПОКУПКИ КОМПАНИИ РИТЕЙЛЕРОМ X5 RETAIL GROUP (S&P: BB-)

ДМИТРИЙ ТУРМЫШЕВ +7 495 647 25 89
dmitry.turmyshev@trust.ru

ЛЕОНИД ИГНАТЬЕВ +7 495 647-2360
leonid.ignatiev@trust.ru

Сегодня утром X5 подписала соглашение о покупке розничной сети Копейка за RUB51.5 млрд., включая долг приобретаемой компании в размере около RUB16.5 млрд. Мы ожидаем дальнейшего сужения спредов между долговыми инструментами X5 и Копейки за счет снижения доходностей облигаций последней. Наибольший потенциал открывается в выпуске Копейка БО-2, где мы надеемся увидеть достижения уровня 8.00-8.15% против 9.00-9.15% сейчас.

КОММЕНТАРИЙ

Как пишут сегодня Ведомости, окончательное соглашение о сделке было подписано в минувшую субботу. Финансирование сделки X5 будет осуществлять за счет привлечения кредита Сбербанка в размере USD1 млрд., а также из средств существующих кредитных линий компании, допмиссия акций не планируется.

После завершения поглощения от бренда «Копейка» X5 решила отказаться, поэтому в течение двух лет существующие магазины Копейки сменят свои вывески на «Пятерочки».

После завершения сделки количество магазинов X5 класса «дискаунтер» в Москве и Московском регионе увеличится сразу на 75%, при этом торговая площадь вырастет на 25%. По нашим оценкам, предстоящая сделка должна увеличить совокупную выручку X5 к концу 2010 г. на USD2.0-2.1 млрд. и EBITDA на USD140-150 млн.

PRO-FORMA КЛЮЧЕВЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ X5 ВМЕСТЕ С КОПЕЙКОЙ

МСФО, USD млрд.	2008	2009	2010*
Выручка	10.2	10.4	12.5
ЕБИТДА	0.8	0.8	0.9
Чистая прибыль	-2.2	0.2	
Чистый операц. денежный поток	0.8	0.8	
Капвложения и М&А	1.0	0.2	
Свободный денежный поток	-0.2	0.6	
Совокупный долг	1.0	2.2	3.8
Краткосрочный долг	0.7	1.9	
Денежные средства и эквиваленты	0.3	0.5	
Активы	6.3	7.0	
Показатели			
ЕБИТДА margin	7.7%	7.2%	7.3%
ЕБИТДА/проценты	2.7	0.9	
Долг/ЕБИТДА	1.2	3.0	4.2
Чистый долг/ЕБИТДА	0.8	2.4	
Долг/Собственный капитал	0.6	1.2	

* Оценка на конец года при выполнении планов менеджмента обеих компаний
Источники: данные компаний, расчеты НБ «ТРАСТ»

Покупка Копейки увеличит совокупный долг X5 как минимум на RUB46 млрд., если сделка повлечет за собой только привлечение кредита Сбербанка на USD1 млрд., и на RUB51 млрд., если сделка будет финансироваться целиком за счет заемного капитала. С учетом операционных показателей Копейки это выльется в увеличение долговой нагрузки в терминах «Совокупный долг / ЕБИТДА» до 3.7-3.8x в первом случае и до 4.1-4.2x во втором. Для сравнения, по итогам 9М 2010 г. показатель «Совокупный долг / ЕБИТДА» X5 составлял 2.4x.

Даже учитывая значительный синергетический эффект от приобретения (уменьшение закупочных цен, а также логистических и управленческих затрат), S&P может не понравиться резкий рост совокупного долга X5. Мы считаем, что превышение отметки 3.5x для «Долг/ЕБИТДА» и 3.0x для «Чистый долг/ЕБИТДА» могут стать серьезным основанием для перевода рейтинга X5 в категорию single-B.

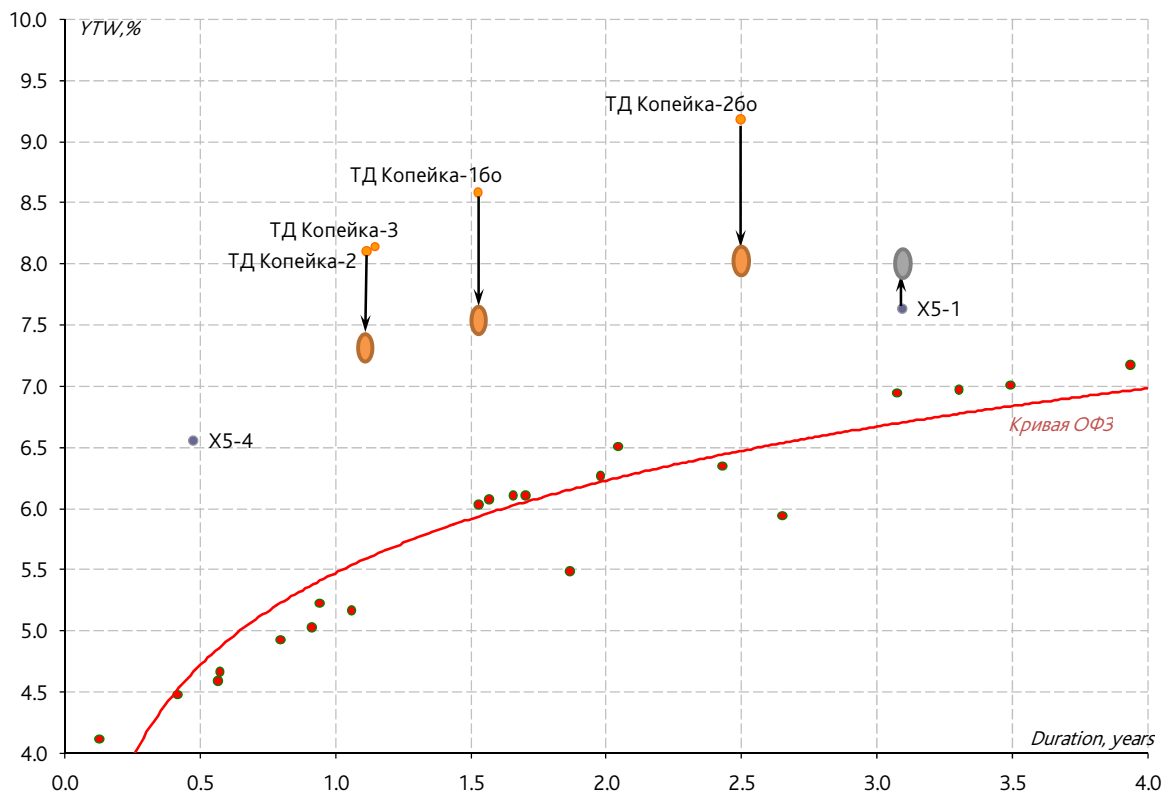


Разговоры о предстоящей сделке между X5 и Копейкой ходили на рынке уже более месяца, поэтому облигации последней торговались уже с учетом потенциального слияния компаний. Мы ожидаем дальнейшего сужения спреда между кривой рублевых облигаций Копейки и кривой бондов X5 до минимальных значений. Важно, что сужение спреда Копейка – X5 будет происходить за счет снижения доходности выпусков Копейки. Учитывая реакцию рынка в пятницу, выпускам Копейки остается не более 50-70 бп дополнительного снижения доходности.

Наибольший потенциал открывается в выпуске **Копейка БО-2**, где мы надеемся увидеть достижения уровня 8.00-8.15% против 9.00-9.15% сейчас.

Что же касается рублевых облигаций X5, то они сейчас выглядят перекупленными, поэтому учитывая тот факт, что совокупный долг компании значительно увеличится, мы ожидаем увеличения их доходностей на 20-30 бп.

РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ X5 И КОПЕЙКИ



Источник: ММВБ, расчеты НБ «ТРАСТ»

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48

Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-25-89
Дмитрий Турмышев

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко

Клиентские продажи

Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 786-23-46
Светлана Федоровых

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и OBB3
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.