

Инвестиционная идея по еврооблигациям TPR 7.85'33 и TPR 3.05'32

11 октября 2024 г.

Доре Анна
a.dore@halykfinance.kz

Основные сведения

Компания	Tapestry Inc
Тикер еврооблигаций	TPR
Страна риска	США
Сектор	Одежда, аксессуары и предметы роскоши
Кредитные рейтинги (M/S/F)	Baa2 / BBB Neg / NR

Основные сведения по выпускам

Рекомендация Покупать на 2 года

Основные сведения по выпуску 1:

Целевая доходность за период удержания (годовых)	8.5%
Выпуск	TPR 7.85'33
ISIN	US876030AF42
Рынок	Global
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	7.85%
Доходность к погашению	6.56%
Доходность к худшему	6.53%
Текущая цена	108.76%
Дата погашения	27.11.2033
Объем в обращении	\$1 250 млн
Минимальный лот	\$2 тыс.

Основные сведения по выпуску 2:

Целевая доходность за период удержания (годовых)	5.2%
Выпуск	TPR 3.05'32
ISIN	US876030AA54
Рынок	Global
Валюта	USD
Тип выпуска	Senior Unsecured
Встроенные опционы	Callable
Периодичность купона	Раз в полгода
Купонная ставка	3.05%
Доходность к погашению	5.61%
Доходность к худшему	5.61%
Текущая цена	84.65%
Дата погашения	15.03.2032
Объем в обращении	\$500 млн
Минимальный лот	\$2 тыс.

Целевая доходность за период удержания (годовых)

	Базовый сценарий: M&A сделка состоится	Негативный сценарий: M&A сделка не состоится
TPR 7.85'33	8.5%	3.8%
TPR 3.05'32	5.2%	6.2%
Общая	7.0%	4.9%

Инвестиционный тезис

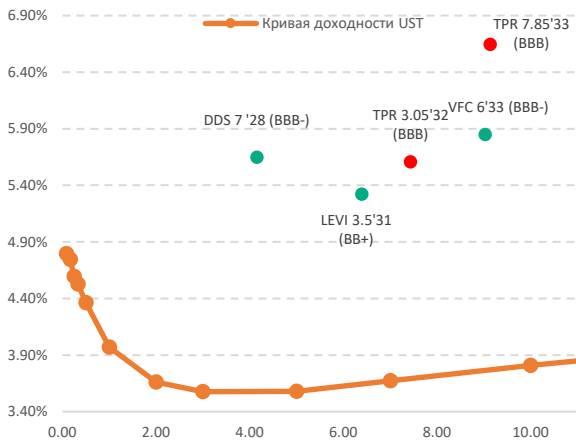
Представляем вашему вниманию еврооблигации американской компании в области люксовой моды – Tapestry Inc 2033 и 2032 года погашения. Tapestry Inc занимается дизайном, производством и продажей одежды и аксессуаров в люксовом сегменте, владеет такими брендами как Coach, Kate Spade, Stuart Weitzman. Облигации в настоящее время торгуются на рынке с доходностью к погашению 6.56% и 5.61% годовых (mid YTM), что подразумевает премию по выпуску 2033-го года в 97-100 базисных пунктов к аналогичным облигационным выпускам продавцов одежды и аксессуаров (DDS 7'28, LEVI 3.5'31, VFC 6'33), выпуск 2032-го года не предлагает премий к еврооблигациям компаний из сектора Apparel&Accessories, однако, имеет относительно высокое кредитное качество. Низкий левверидж, высокая ликвидность, финансовая дисциплинированность менеджмента и позитивный прогноз по дискреционным товарам в связи с начатым циклом снижения ставок заимствования, делают выпуски компании привлекательными для покупки. **Мы иницилируем рекомендацию «Покупать на 2 года» по выпускам TPR 7.85'33 и TPR 3.05'32, с ожидаемой доходностью за время удержания 8.5% и 5.2% годовых соответственно.**

Описание инвестиционной идеи

Компания планирует использовать средства от выпуска TPR 7.85'33 на финансирование покупки Capri Holdings Limited (BBB-) и планирует закрыть сделку к концу 2024 г. Capri – дизайнер и производитель брендовой женской и мужской одежды, обуви и аксессуаров под брендами Michael Kors, Versace и Jimmy Choo. Повышенная премия за риск вызвана неопределенностью в отношении получения регуляторного одобрения сделки M&A и опасениями инвесторов по поводу успешности финализации сделки.

В базовом сценарии мы ожидаем, что сделка M&A состоится, поскольку стороны уже согласовали условия сделки и получили одобрение всех регуляторных органов, за исключением Федеральной торговой комиссии США (FTC), которая подала судебный иск в апреле этого года, чтобы заблокировать сделку, заявив, что объединение устранило конкуренцию между брендами Coach, Kate Spade и Michael Kors на рынке "доступного люкса", создав монополиста с более чем 50% доли рынка. Однако с момента появления информации об иске FTC 18 апреля'24, когда цена TPR 7.85'33 упала до 103.7%, цена выпуска восстановилась до 108.8%, а с момента начала слушаний по делу 9 сентября'24 спред по выпуску TPR 7.85'33 сузился на 56 бп, таким образом,

Рисунок 1. Карта доходности аналогичных еврооблигаций



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

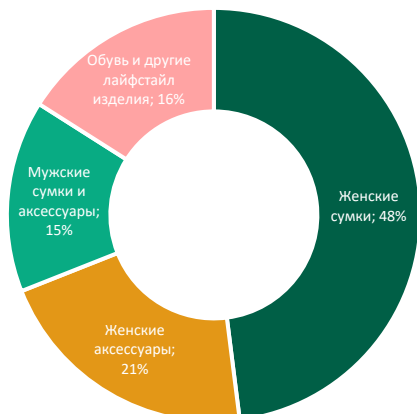
доверие инвесторов к тому, что Tapstry может выиграть дело, продолжает расти.

В нашем базовом сценарии мы ожидаем сокращения G-спреда на 70 бп по выпуску TPR 7.85'33, что предполагает ожидаемую доходность за время удержания в размере **8.5%** годовых. В случае реализации негативного сценария, то есть, если M&A сделка не состоится по тем или иным причинам, выпуск будет выкуплен по цене 101%, доходность за время удержания составит **3.8%** годовых.

В базовом сценарии мы ожидаем расширения G-спреда на 20 бп по выпуску TPR 3.05'32, который направлен на общекорпоративные нужды, в связи с ростом долговой нагрузки компании, что предполагает ожидаемую доходность за период удержания в размере **5.2%** годовых. В случае реализации негативного сценария, то есть, если M&A сделка не состоится, мы ожидаем сокращения G-спреда на 20 бп по выпуску TPR 3.05'32, поскольку блокировка сделки M&A является безусловным позитивом с точки зрения кредитного качества для направленного на общекорпоративные цели выпуска. Ожидаемая доходность за время удержания в данном случае составит **6.2%** годовых.

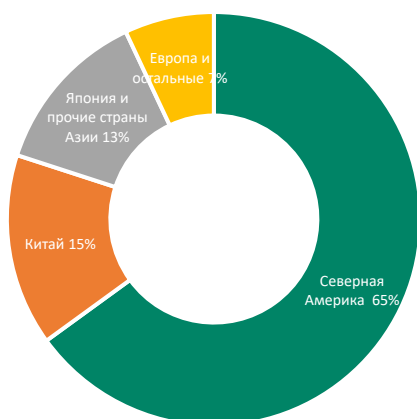
Таким образом, выпуск TPR 3.05'32 может служить в качестве хеджирования специфических рисков по выпуску TPR 7.85'33, и мы рекомендуем дополнить его выпуском TPR 3.05'32, ожидаемая общая доходность в таком случае составит **7.0%** годовых, а в случае реализации негативного сценария ожидаемая общая доходность составит **4.9%** годовых.

Рисунок 2. Разбивка выручки по основным продуктам (2024 ФГ)



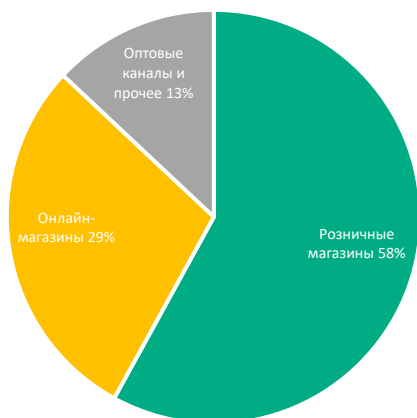
Источник: Данные компании

Рисунок 3. Разбивка выручки по странам (2024 ФГ)



Источник: Данные компании

Рисунок 4. Каналы дистрибуции, в % от выручки



Источник: Данные компании, расчеты Halyk Finance

О компании

Tapistry – американская компания, которая занимается дизайном, производством и продажей одежды и аксессуаров в люксовом сегменте, владеет такими брендами как Coach (76% от выручки), Kate Spade (19%), Stuart Weitzman (5%). Основными продуктами компании являются женские сумки, а также женские аксессуары, мужские сумки и аксессуары, обувь и другие лайфстайл изделия (солнцезащитные очки, часы, парфюмерия, ювелирные изделия и др.), которые реализуются через сеть из 1443 магазинов в 70 странах (см. рис. 2). В штате насчитывается около 18 тыс. сотрудников по всему миру. География выручки компании: Северная Америка (65%), Китай (15%), Япония и прочие страны Азии (13%), Европа и остальные (7%) (см. рис. 3). Компания существует с 1941 года, а с 2000 года имеет листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE). Рыночная капитализация на октябрь 24-го года составляет \$11.0 млрд. Стратегическая программа компании предполагает рост новых клиентов с ориентацией на представителей поколений Z и Миллениалов, рыночная доля которых, как предполагается, составит более 70% к 2025 г., и развитие разных каналов дистрибуции (см. рис. 4)

Сегменты

Tapistry группирует свой бизнес по следующим операционным сегментам:

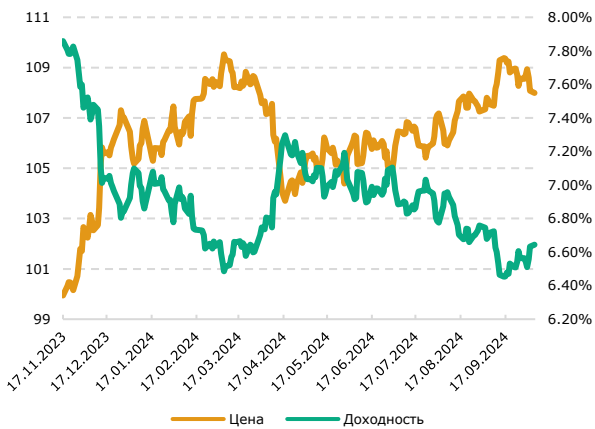
(1) Coach является основным бизнес-направлением компании, бренд основан в 1941 г. В фискальном 2024 г. данный сегмент сгенерировал около 76% выручки компании (\$5.1 млрд), на данный бренд приходится 930 магазинов в более чем 60 странах с 11.6 тыс. сотрудников. География продаж сегмента: Северная Америка (60%), Китай (18%), Япония и прочие страны Азии (15%), Европа и остальные (7%).

(2) Kate Spade – второй по значимости бренд компании со времени приобретения в 2017 г., по итогам 2024ФГ сгенерировал 19% выручки компании (\$1.3 млрд). Бренд представлен в более чем 40 странах с сетью из 378 магазинов, однако, большая часть продаж приходится на США. География продаж сегмента: Северная Америка (81%), Китай (3%), Япония и прочие страны Азии (10%), Европа и остальные (6%).

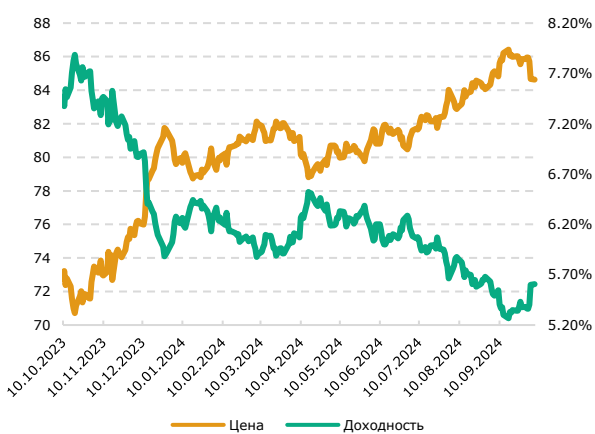
(3) Stuart Weitzman – обувной бренд Tapistry (с 2015 г.), за 2024ФГ сгенерировал 5% выручки (\$242 млн), представлен в более чем 40 странах с 94 магазинами, большую часть выручки получает в США (67%) и Китае (27%), на остальные страны приходится 6%.

Риски M&A сделки покупки Carri

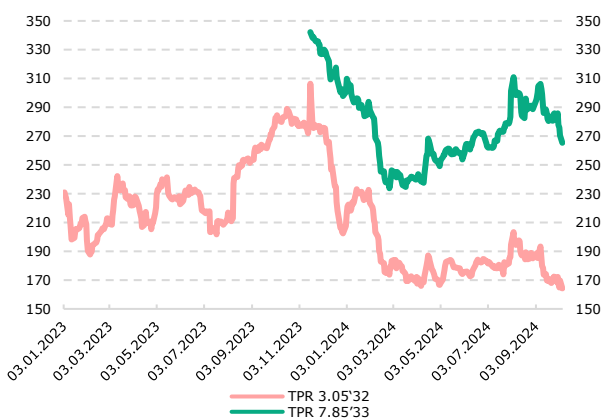
Компания находится в стадии согласования покупки Carri Holdings Limited (BBV-), дизайнера и производителя брендовой одежды, обуви и аксессуаров под брендами Michael Kors, Versace и Jimmy Choo, за \$8.5 млрд и планирует закрыть сделку в 2024 г. Рыночная капитализация Carri на октябрь 24-го года составляет \$5.0 млрд, выручка на 2Q2024 – \$5 млрд, EBITDA – \$492 млн.

Рисунок 5. Динамика доходности и цены TPR 7.85'33


Источник: Bloomberg

Рисунок 6. Динамика доходности и цены TPR 3.05'32


Источник: Bloomberg

Рисунок 7. Динамика кредитного спреда по выпускам


Источник: Bloomberg

С более чем \$12 млрд совокупной выручки и около \$2 млрд EBITDA, приобретение укрепит позицию Tapstry как ведущего игрока на рынке премиум-сумок, мелких кожаных изделий, обуви и одежды – рынок, общий объем которого составляет \$200 млрд. В случае успешного закрытия сделки, кредитный профиль объединенного бизнеса может выиграть от увеличения масштабов и большей диверсификации брендов, продуктов и географии. Объединенная компания будет иметь шесть брендов: Coach (выручка \$5.1 млрд), Michael Kors (\$3.9 млрд), Kate Spade (\$1.4 млрд), Versace (\$1.1 млрд), Stuart Weitzman и Jimmy Choo (\$1.0 млрд). Tapstry планирует достичь более \$200 млн экономии затрат в течение 3-х лет после закрытия сделки, также компания объявила о долгосрочной цели по снижению соотношения долга к EBITDA ниже 2.5x.

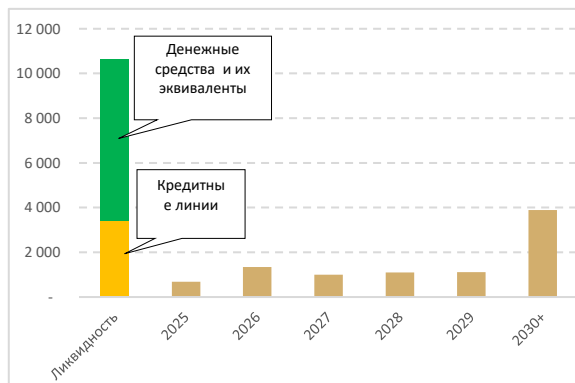
В августе 2023 г. было заключено соглашение и план слияния (далее – «Соглашение о слиянии») с Capri Holdings Limited, в соответствии с которым Tapstry согласилась приобрести все обыкновенные акции Capri за наличные по цене \$57.0 за акцию. Стороны уже согласовали условия сделки, и на данный момент она подлежит одобрению акционеров и регуляторов. По плану менеджмента Tapstry, планируется закрыть сделку до конца этого года, но если сделка не будет одобрена регулятором, то Tapstry будет вынуждена отказаться от покупки Capri.

Федеральная торговая комиссия США (FTC) подала судебный иск в апреле этого года, чтобы заблокировать сделку, заявив, что объединение устранил конкуренцию между брендами Coach, Kate Spade и Michael Kors на рынке "доступного люкса", создав монополиста с более чем 50% доли рынка. Tapstry и Capri утверждают, что определение рынка "доступного люкса" FTC не является корректным, и что продавцы сумок и аксессуаров конкурируют с сотнями других производителей, а также новыми игроками на рынке. Исход судебного разбирательства с FTC остается неопределенным, решение по сделке будет принято в течение 1-3 месяцев после последних слушаний по делу, которые состоялись 30 сентября. Успешное закрытие сделки слияния между Tapstry и Capri и дальнейшая успешная интеграция Capri предполагает сужение спредов на 70 бп по облигациям TPR 7.85'33. В случае, если регулятор заблокирует сделку, то существует риск выкупа выпуска по цене 101.0% от номинальной стоимости, при нынешней цене в 108.8%. Однако блокировка сделки M&A с точки зрения кредитного качества компании безусловно позитивна, поскольку сделка финансируется на 94% долговым капиталом и только на 6% акционерным, повышая долговую нагрузку. Это является безусловным позитивом для направленного на общекорпоративные цели выпуска TPR 3.05'32, который может служить в качестве хеджирования специфических рисков по выпуску TPR 7.85'33.

О выпусках

Выпуски TPR 7.85'33 и TPR 3.05'32 являются старшими необеспеченными долговыми обязательствами Tapstry Inc. Облигационные выпуски имеют провизию досрочного погашения (make-whole) на следующих условиях: до 27 августа 2033 года и 15 декабря 2031 года соответственно эмитент имеет право

Рисунок 8. Ликвидность и график погашения долга



Источник: Bloomberg, данные компании

выкупить выпуск полностью или частично по цене равной большему из: (1) 100% от номинала или (2) суммы приведённой стоимости всех будущих платежей (ставка дисконтирования рассчитывается следующим образом: доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа + 50 бп и доходность казначейских облигаций США (UST) с аналогичным сроком погашения на момент выкупа +25 бп соответственно, используя конвенцию подсчёта дней 30/360). Если компания воспользуется данной провизией, то она будет вынуждена выкупить каждый выпуск по цене сильно выше номинала. Мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как очень низкую.

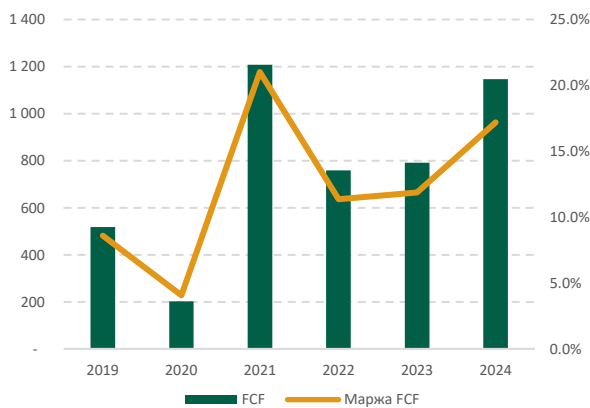
Выпуск TPR 7.85'33 имеет специальную провизию досрочного погашения: если (i) приобретение Capri не будет завершено до 10 февраля 2025 года (или более поздней даты, о которой взаимно договорятся эмитент и Capri) (такая дата именуется «датой окончания специального условия обязательного погашения»), (ii) до даты окончания специального условия обязательного погашения, Соглашение о слиянии между компаниями будет расторгнуто в соответствии с его условиями, или (iii) эмитент иным образом уведомит о том, что он не намерен завершать сделку приобретения Capri, выпуск будет погашен по цене равной 101% от номинальной стоимости, плюс начисленные и непогашенные проценты до, но исключая, дату окончания специального условия обязательного погашения (см. раздел Риски M&A сделки).

Выпуски также имеют условие об обязательном выкупе в случае изменения контроля: если произойдет событие, влекущее изменение контроля в компании, эмитент будет обязан сделать предложение о выкупе облигаций по цене равной 101% от их номинальной стоимости, плюс начисленные и непогашенные проценты, если таковые имеются, до, но исключая дату выкупа. Мы оцениваем вероятность вышеописанного сценария как низкую.

Устойчивые финансовые результаты и улучшение операционных показателей

Выручка Tapestry за 2024 г. составила \$6.7 млрд, что выше на 0.2% г/г. EBITDA за последний год продемонстрировала положительную динамику (+5.0% г/г) и составила \$1 430 млн, обеспечив маржу EBITDA на уровне 21.4%, которая показала рост на 100 бп по сравнению с 2023 г. Положительная динамика обусловлена ростом выручки на международных рынках на 6% в 2024ФГ, в частности, увеличение выручки в Европе (+14%), других странах Азии, за исключением Японии, Китая (+9%), Японии (+5%) и Китае (+3%), при снижении продаж на 1% в Северной Америке по сравнению с предыдущим годом. Рост EBITDA произошел за счет снижения транспортных расходов, улучшений в операционной деятельности и благодаря благоприятным валютным курсам. Операционный денежный поток составил \$1 256 млн (против \$975 млн в 2023 г.), а свободный денежный поток составил \$1 147 млн (против \$791 млн в 2023 г.). Рост FCF объясняется (1) более низким уровнем капитальных вложений по сравнению с прошлым годом (\$144 млн, против \$261 млн), и (2)

Рисунок 9. Свободный денежный поток (FCF) и маржа FCF



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

инициативами компании по оптимизации операционных расходов. Компании удалось добиться солидного роста показателя FCF, несмотря на относительно невысокий рост выручки и выросшие процентные расходы. Согласно прогнозам менеджмента, выручка ожидается на уровне \$6.7 млрд, при этом планируется дальнейшее улучшение операционной маржи на 50 бп.

Низкая долговая нагрузка и сильный профиль ликвидности

На конец 2024ФГ валовый долг Tapestry составлял \$8 765 млн, а чистый долг находился на уровне \$1 561 млн. Ликвидность компании насчитывала \$10 638 млн, которая состояла из денежных средств и эквивалентов в размере \$7 204 млн и неиспользованных кредитных линий в объеме \$3 434 млн. Лeverидж, выраженный как соотношение чистого долга к EBITDA, составлял 1.09x (против 1.87x на конец 2023 г.), соотношение валового долга к EBITDA составляло 6.13x (против 2.42x на конец 2023 г.), а коэффициент покрытия процентных расходов EBITDA – 3.87x (против 18.63x в на конец 2023 г.). Рост соотношения валового долга к EBITDA обусловлен выпуском облигаций на сумму \$6.1 млрд в ноябре 2023 года для финансирования предполагаемого приобретения Carri. В ожидании завершения сделки поступления от выпуска были временно инвестированы в денежные средства и их эквиваленты и краткосрочные инвестиции, которые на конец 2024ФГ составляют \$6 142 млн и \$1 062 млн соответственно. Tapestry имеет достаточно комфортный график погашения (см. рис. 8). Ликвидность покрывает все погашения до 2030 года, а если сделка по покупке Carri будет финализирована, то ликвидности на балансе будет достаточно до конца 2026ФГ. Улучшение лeverиджа отражает более высокий EBITDA в 2024ФГ, при этом показатель способности обслуживать долг ожидаемо ухудшился на фоне выросших процентных расходов по новым заимствованиям.

Рейтинговые агентства о Tapestry

S&P Global

Рейтинг BBB (прогноз: «негативный»). S&P отмечает, что Tapestry зарекомендовала себя как эффективный управляющий брендами, который эффективно использует данные о потребителях и омниканальность для усиления продаж и повышения прибыльности. Сокращение затрат и дисциплинированный подход к управлению запасами в компании являются поддержкой для дополнительных инвестиций в маркетинг и инновации. Агентство считает, что эти стратегии также принесут пользу крупнейшему бренду Carri – Michael Kors. Негативный прогноз отражает риск понижения рейтинга в течение следующих двух лет, если операционные или интеграционные проблемы приведут к более слабой прибыльности и генерации денежных потоков, чем в базовом сценарии, и если долговая нагрузка компании останется выше 3x более чем на два года после завершения сделки.

Риски:

- блокирование регулятором сделки покупки Carri;
- ухудшение ситуации на рынке люксовой одежды и аксессуаров.

Основные финансовые и операционные результаты

\$млн	2019*	2020*	2021*	2022*	2023*	2024*
Выручка	6 027	4 961	5 746	6 685	6 661	6 671
Валовая прибыль	4 054	3 239	4 082	4 650	4 715	4 890
Валовая маржа%	67,3%	65,3%	71,0%	69,6%	70,8%	73,3%
ЕБИТДА	1 088	366	1 276	1 371	1 362	1 430
ЕБИТДА маржа%	18,1%	7,4%	22,2%	20,5%	20,4%	21,4%
Процентные доходы (расходы), нетто	(48)	(60)	(71)	(59)	(28)	(125)
Опер. денежный поток	792	407	1 324	853	975	1 256
Капитальные расходы	(274)	(205)	(116)	(94)	(184)	(109)
Своб. денежный поток	518	202	1 208	759	791	1 147
Дивиденды и обратный выкуп акций	(491)	(680)	-	(1 864)	(987)	(321)
Чистая прибыль	643	(652)	834	856	936	816
Валовый долг	1 603	4 488	3 436	3 261	3 292	8 765
Денежные ср-ва и эквиваленты	1 234	1 426	2 016	953	742	7 204
Чистый долг	369	3 062	1 420	2 308	2 551	1 561
Собственный капитал	3 513	2 276	3 259	2 286	2 278	2 897
Показатели долговой нагрузки						
OCF / Процентные расходы, ТТМ (x)	11,84	5,69	18,01	12,40	13,34	3,40
ЕБИТДА / Процентные расходы, ТТМ (x)	16,26	5,12	17,36	19,93	18,63	3,87
Валовый долг / ЕБИТДА, ТТМ (x)	1,47	12,26	2,69	2,38	2,42	6,13
Чистый долг / ЕБИТДА, ТТМ (x)	0,34	8,36	1,11	1,68	1,87	1,09
Темпы роста в %						
Рост выручки (г/г)	2,5%	-17,7%	15,8%	16,3%	-0,4%	0,2%
Рост ЕБИТДА (г/г)	-13,2%	-66,3%	248,5%	7,4%	-0,7%	5,0%
Рост чистого долга (г/г)	5,2%	730,0%	-53,6%	62,5%	10,5%	-38,8%
График погашения долга и запас ликвидности						
	2025	2026	2027	2028	2029	2030+
Погашение долга, \$млн	679	1 342	1 001	1 103	1 120	3 886
Запас ликвидности на конец FY2024, \$млн	10 638					
Денежные средства и эквиваленты, \$млн	7 204					
Кредитные линии, \$млн	3 434					

Источник: данные компании, расчеты Halyk Finance, Bloomberg, Capital IQ

* - Финансовый год компании заканчивается 30 июня, 1-й квартал - 30 сентября, 2-й квартал - 31 декабря, 3-й квартал - 31 марта.

АО «HalykFinance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «HalykFinance».

© 2024 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance