



АРИКАПИТАЛ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млрд. долл.	2015	2016	2017
Рыночная капитализация	7 515	9 093	8 147*
Выручка	2 209	2 451	10 529
EBITDA	1 282	1 528	1 637
Активы	5 107	5 614	6 450
Чистый долг	364	3 211	3 079
Чистый долг / EBITDA	0,3	2,1	1,9

* на 23.05.18

Параметры выпуска PGILLN 1 01/26/21

ISIN	XS1759275578
Рейтинг эмитента	BB-/Ba1/BB-
Рейтинг выпуска	нет
Дата размещения	19.01.18
Текущ. средняя цена*	84,50
Текущ. доходность к погаш. по средней цене*	7,52
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	485
Целевой G-спред (пункты)	200
Опционы	конвертируемая облигация

* на 23.05.18

Источник: Bloomberg

Полюс Золото (BB-/Ba1/BB-) – крупнейшая российская золотодобывающая компания, делит 7-8 место в мире по производству золота (по данным компании за 2017 год). Компания традиционно имела достаточно высокий по российским меркам кредитный рейтинг, но в 2016 году он был снижен из-за выкупа акций за счет заемных средств и соответствующего повышения левериджа компании. Затем компания немного сократила соотношение чистый долг / EBITDA с 2,1 на конец 2016 года до 1,9 на конец 2017 года, мы ожидаем стабилизацию левериджа на текущем уровне или немного ниже.

Производство золота, по данным компании, в ближайшие годы продолжит расти, а операционного денежного потока будет достаточно для инвестиций и дивидендов (несмотря на достаточно агрессивную дивидендную политику).

Новый раунд санкций против России привел к снижению практически всех российских активов, но особенно сильно ударил по еврооблигациям Полюс Золото (из-за включения в лист SDN Сулеймана Керимова, ранее бывшего основным акционером компании). Текущие цены еврооблигаций закладывают существенный риск новых санкций и делают их практически нечувствительными к обычным бизнес-рискам.

Основной риск – возможность включения компании в SDN лист (как в случае Русала). Данный риск, судя по последним санкциям, является ненулевым для практически любой российской компании, но рынок считает его особенно существенным для Полюс Золото. На наш взгляд, рынок, возможно, преувеличивает санкционные риски компании. Юридическая структура Полюс Золото сильно отличается от Русала: лицо из списка SDN в текущий момент вообще не является акционером компании, а совет директоров возглавляет независимый директор.

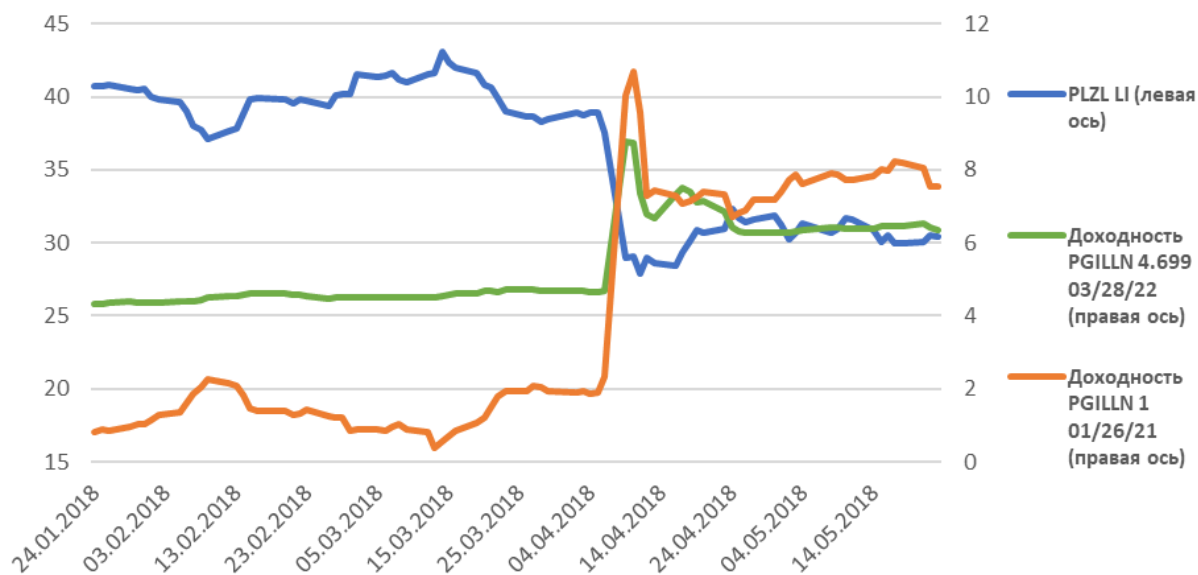
Долларовая кривая Полюс Золото находится существенно выше и российских аналогов, и композитной кривой с рейтингом B, однако даже на фоне кривой Полюс Золото выделяется выпуск конвертируемых еврооблигаций с погашением в 2021 году. Данный выпуск торгуется с премией в 165 пунктов к EVRAZ 8 ¼ 01/28/21, а, например, более длинный PGILLN 4.699 03/28/22 выше кривой Евраз на 40-45 пунктов.

В целом облигации Полюс Золото, на наш взгляд, выглядят привлекательно: кредитное качество Полюс Золото является исключительно высоким для эмитентов с таким уровнем доходности. Мы считаем, что Полюс Золото должен торговаться примерно на уровне Евраз.

Кроме того, данный выпуск предполагает опцион: облигации могут быть конвертированы в акции (цена страйк 50,0427, текущая цена 30,5, но учитываются будущие дивиденды). По нашей оценке на основе модели Bloomberg стоимость опциона составляет 2-3% номинала. До падения акций опцион составлял существенную часть стоимости облигаций, их доходность была не выше 2% (см. график ниже).

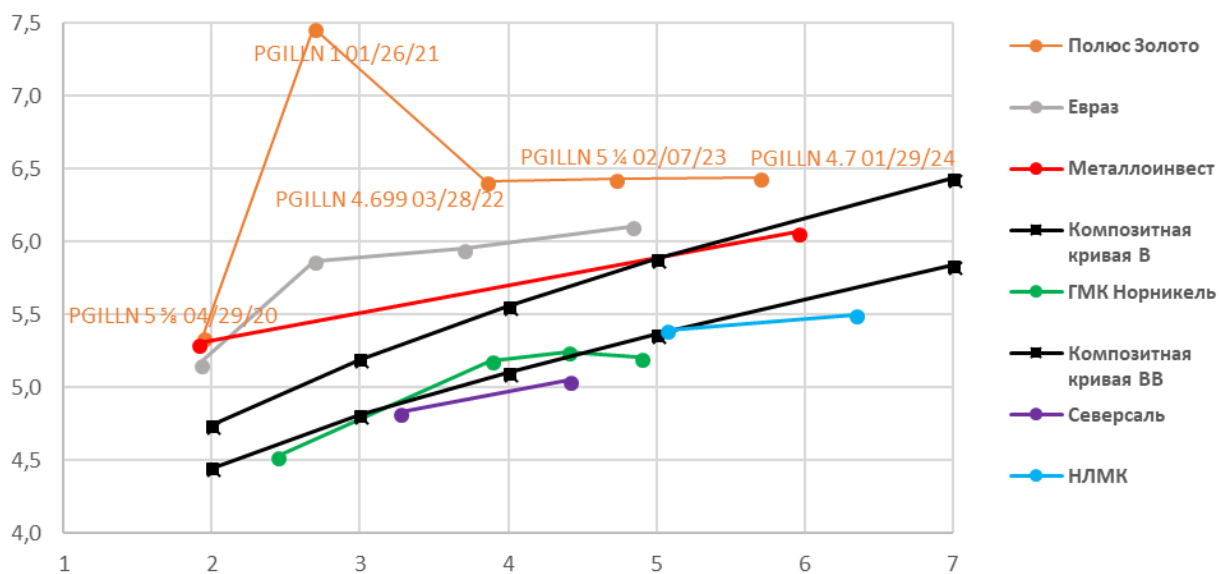
Предполагая доходность выпуска PGILLN 1 01/26/21 на уровне EVRAZ 8 ¼ 01/28/21 и стоимость опциона 2,5% номинала, мы оцениваем справедливый G-спред примерно в 200 пунктов. С учетом текущей доходности к погашению и потенциала сужения спреда суммарная доходность на годовом интервале может составить до 15%.

Доходность выпусков PGILLN 1 01/26/21, PGILLN 4.699 03/28/22 и цена акций (PLZL LI)



Источник: данные Bloomberg на 23.05.18

Кривые доходности облигаций Полюс Золото и сравнимых компаний (в долларах США)



Источник: данные Bloomberg на 23.05.18

Данный отчет может использоваться только в информационных целях и не является предложением, рекомендацией или офертой на покупку или продажу ценных бумаг. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации. Компания может совершать любые операции с ценными бумагами, упомянутыми в данном отчете, и до, и после публикации данного отчета.

Данный отчет может быть использован только инвесторами на территории РФ с учетом законодательства РФ.

Общество с ограниченной ответственностью Управляющая компания «Арикапитал» – Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года выдана ФСФР России.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Чистые деньги» – Правила доверительного управления зарегистрированы ФСФР России 14 марта 2013 г. за номером 2565.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Глобальные инвестиции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 06 сентября 2016 г. за номером 3208.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 82, стр. 2.

Получить подробную информацию о деятельности управляющей компании, о паевых инвестиционных фондах, о работе пункта приема заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев, ознакомиться с правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами и иными документами можно в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 115035, г. Москва, ул. Садовническая, д. 82, стр. 2, по телефону: (495) 225-93-77, на сайте в сети Интернет: www.aricapital.ru, а также, в случаях предусмотренных законодательством Российской Федерации, в периодическом печатном издании «Приложение к Вестнику Федеральной службы по финансовым рынкам».

Стоимость инвестиционных паев может увеличиваться и уменьшаться, результаты инвестирования в прошлом не определяют доходы в будущем, государство не гарантирует доходность инвестиций в паевые инвестиционные фонды. Прежде чем приобрести инвестиционный пай, следует внимательно ознакомиться с правилами доверительного управления паевым инвестиционным фондом. Правилами доверительного управления паевыми инвестиционными фондами предусмотрены надбавки (скидки) к (с) расчетной стоимости инвестиционных паев при их выдаче (погашении). Взимание надбавок (скидок) уменьшит доходность инвестиций в инвестиционные паи паевого инвестиционного фонда.