



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млн руб.	2016	2017	2018
Рыночная капитализация	–	–	–
Опер. прибыль	-2 425	4 086	11 743
Активы	194 040	168 395	185 530
Чистый долг	42 800	33 678	25 566
Чистый долг / собств. капитал	43%	34%	27%

Источник: данные компании

Параметры выпуска Роснано 8

ISIN	RU000A1008V9
Рейтинг эмитента	–/–/BBB-
Валюта	RUB
Дата размещения	08.04.19
Текущ. средняя цена*	100,58
Текущ. доходность к погаш. по средней цене*	9,79%
Текущ. Z-спред по средней цене (пункты)*	171
Целевой Z-спред (пункты)	60
Опционы	нет

* на 15.04.19

Источник: CBonds

Государственная корпорация Роснано разместила 8 апреля 9-летний выпуск рублевых облигаций с плавающей ставкой. Ставка первого купона была определена в ходе сбора заявок на уровне 9,8%, последующие купоны привязаны к доходности 7-летних ОФЗ с премией 1,57%. Без учета фактора изменения доходности ОФЗ эффективная доходность к погашению составила 10% годовых.

На наш взгляд, предложенная премия к ОФЗ неадекватно велика и соответствует скорее эмитентам 2 эшелона. Причиной столь высокой доходности стала сложная структура выпуска и недостаточную известность Роснано в качестве эмитента облигаций. Также следует отметить, что на протяжении последних нескольких лет у Роснано был единственный кредитный рейтинг от агентства Standard & Poor's на 2 ступени ниже, чем суверенный рейтинг России. В декабре 2018 года агентство Fitch присвоило Роснано международный кредитный рейтинг инвестиционного уровня BBB-, а в марте 2019 Роснано отказалось от рейтинга S&P, находившегося на момент отзыва на уровне BB.

С учетом инвестиционного рейтинга Роснано, доходность, а также спред к ОФЗ по её облигациям не должны существенно отличаться от других госкомпаний. Например, длинные выпуски Газпрома, Роснефти и РЖД торгуются с Z-спредом около 50 пунктов к кривой ОФЗ, гарантированные Минфином облигации Дом.рф с дюрацией более 5 лет имеют спред к ОФЗ всего 10 пунктов (см. график на следующей странице).

В случае выпуска Роснано 8 госгарантия распространяется на номинал, что с учетом 9-летнего срока до погашения оставляет существенный кредитный риск, но Роснано само по себе имеет рейтинг BBB- от Fitch. На наш взгляд, реальное кредитное качество выпуска Роснано 8 сравнимо с эмитентами 1 эшелона, справедливый кредитный спред мы оцениваем в 50 пунктов.

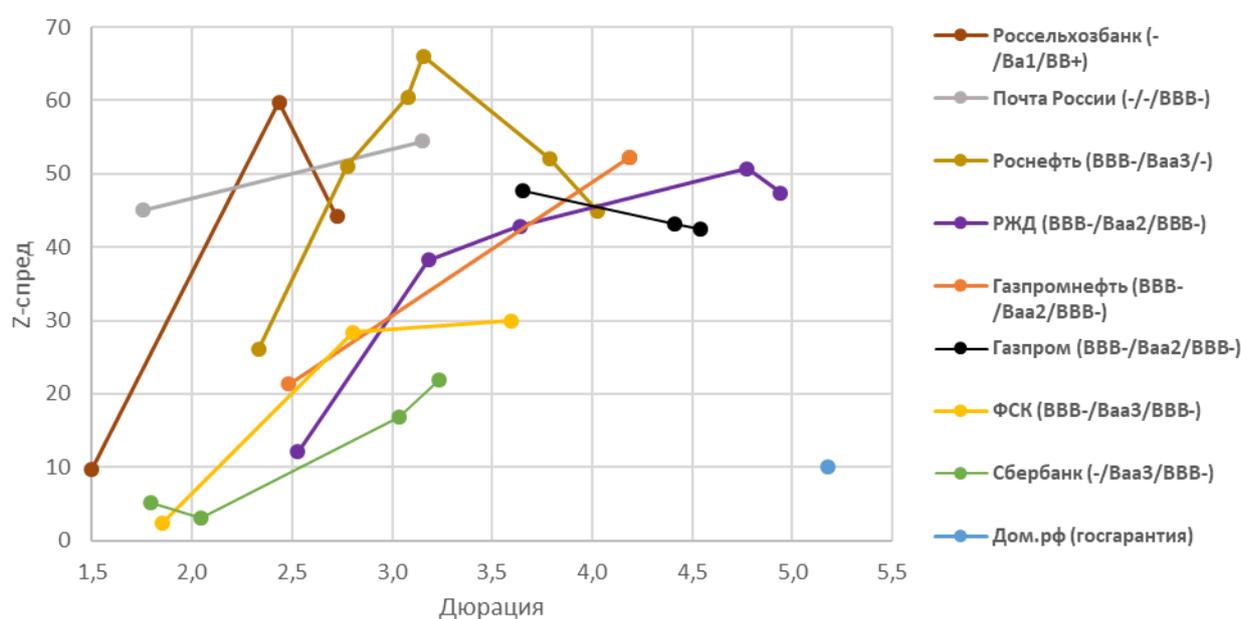
Учитывая ожидания рынка по снижению ставок, необходимо также учесть премию за риск флоутера по сравнению с классическими облигациям. На наш взгляд, рынок может преувеличивать данные риски (на таком большом интервале времени мы, наоборот, считаем более вероятным всплеск инфляции и ставок), но используем для оценки Роснано 8 рыночные ожидания. ОФЗ 29008 торгуется примерно под RUONIA + 40 пунктов, принимая значение RUONIA на уровне ставки ЦБ (7,75%), получаем 8,15%, а классические ОФЗ с тем же сроком до погашения дают примерно 8,05%, поэтому рыночную премию за риск флоутеров можно оценить в 10 пунктов.

Теоретически существует также риск индекса: если биржа перестанет публиковать данные бескупонной кривой ОФЗ, для расчета купона будет использована ОФЗ 26212, которая постепенно будет становиться более короткой, что снизит эффективную доходность. При текущем наклоне кривой это не очень существенно, поэтому мы не считаем необходимой дополнительную премию за данный риск.

Таким образом, мы оцениваем справедливый спред суммарно за кредитный риск и риск снижения ставок в 60 пунктов, что соответствует доходности 8,68% и цене 107,2% номинала. Если рынок в течение года переоценит данный выпуск по 8,68%, суммарная доходность от инвестиций на годовом интервале может составить 16,3% (в рублях).

На наш взгляд, выпуск Роснано 8 является исключительно хорошим инструментом для консервативных рублевых инвесторов, обеспечивающим высокий carry независимо от изменения рыночных ставок.

Z-спред Роснано 8 и сравнимых эмитентов (в RUB)



Источник: Bloomberg

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 ФСФР России на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00952 от 31 января 2013 года.

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.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Рублевые сбережения» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 26 июля 2018 г. за номером 3542.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Харизматичные акции» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 27 ноября 2018 г. за номером 3606.

Прием заявок на приобретение и погашение инвестиционных паев осуществляется в офисе ООО УК «Арикапитал» по адресу: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23.

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: 123112, г. Москва, Пресненская наб., д. 6, стр. 2, пом. 1, эт. 23, по телефону: (495) 123-32-77, 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.