



АРИКАПИТАЛ
УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млрд долл.	2016*	2017*	2018*
Рыночная капитализация	63,2	39,8	30,7*
Выручка	28,5	31,5	31,5
ЕБИТДА	9,6	10,0	9,9
Активы	61,8	53,1	60,0
Чистый долг	15,6	13,4	15,1
Чистый долг / ЕБИТДА	1,6	1,3	1,5

* финансовый год компании заканчивается 31 марта, рыночные данные на 23.01.19

Параметры выпуска BRITEL 8 ½ 12/15/30

ISIN	US111021AE12
Рейтинг эмитента	BBB/Baa2/BBB
Валюта	USD
Дата размещения	05.12.2000
Текущ. средняя цена*	138,05
Текущ. доходность к погаш. по средней цене*	5,27
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	248
Целевой G-спред (пункты)	211
Опционы	рост купона при снижении рейтинга

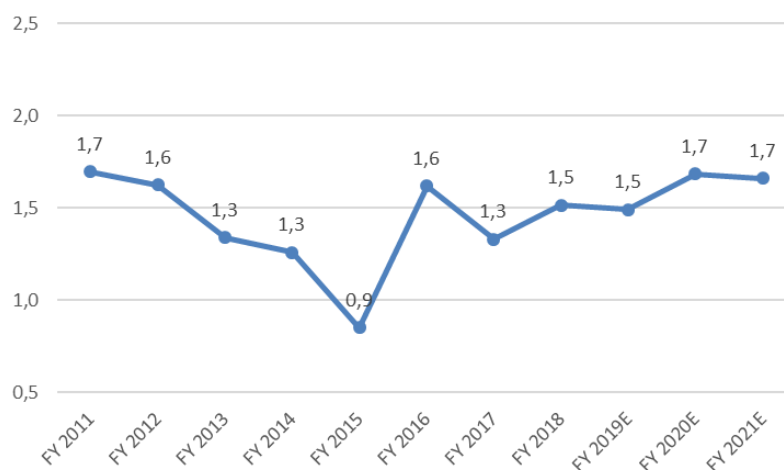
* на 23.01.19

Источник: Bloomberg

BT Group plc (BBB/Baa2/BBB) – британская телекоммуникационная компания (ранее назывался British Telecom). BT Group является крупнейшим оператором мобильной связи и домашнего интернета в Великобритании, а также представлен в других странах.

Компания традиционно придерживается достаточно консервативной финансовой политики: чистый долг / ЕБИТДА в последние годы составлял от 1 до 2. До 2016 года леверидж снижался за счет операционного денежного потока, в 2016 году вырос из-за поглощения EE, крупнейшего мобильного оператора в Великобритании. Сумма сделки составила 12,5 млрд фунтов (с учетом долга), из которых 6,8 млрд фунтов было оплачено акциями.

Чистый долг / ЕБИТДА



Источник: Bloomberg

Большая часть долга BT Group номинирована в долларах, но основной бизнес в Великобритании (83% выручки в 2018 финансовом году) и, соответственно, генерирует денежные потоки в фунтах. Таким образом, возможны риски из-за изменения курса GBP/USD, но большая часть долгосрочного долга, по данным компании, захеджирована по фиксированному курсу.

У компании есть пенсионные обязательства, по размеру сравнимые с чистым долгом. Леверидж с учетом пенсионных обязательств составляет, по оценке Moody's, 3,1-3,2 ЕБИТДА.

В 2018 году все 3 основных агентства снизили рейтинг BT Group с BBB+ до BBB, так как относительно слабые операционные результаты и прогнозы (из-за насыщения рынка) означают сохранение левериджа на текущем уровне, который соответствует рейтингу BBB, а не BBB+. Прогноз рейтинга от всех 3 агентств – стабильный.

Важно отметить, что несмотря на снижение рейтинга до BBB, в среднесрочной перспективе компания продолжает таргетировать рейтинг уровня BBB+.

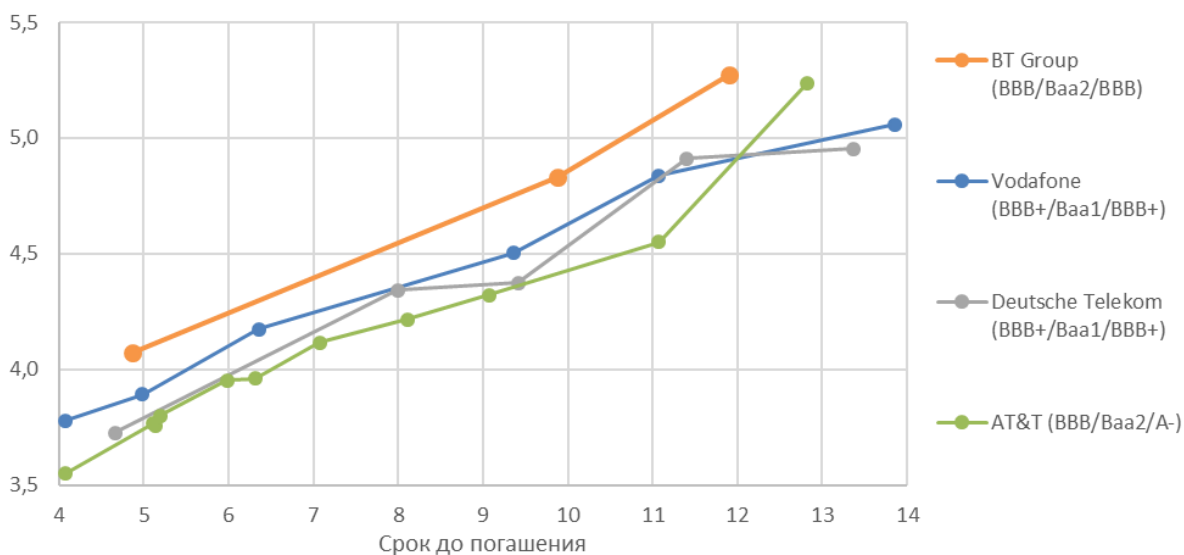
На наш взгляд, бизнес компании вряд ли продемонстрирует существенный рост, но он достаточно стабилен и, что особенно актуально в текущей ситуации, относительно слабо зависит от состояния экономики. Мы ожидаем, что в обозримом будущем кредитный рейтинг BT Group останется на текущем уровне или изменится не более чем на 1 степень.

У компании несколько выпусков облигаций в долларах, мы считаем интересным длинный выпуск BRITEL 8 ½ 12/15/30. У данного выпуска есть защитный механизм на случай ухудшения рейтинга: при снижении рейтинга S&P или Moody's ниже A-/A3 купон вырастает на 0,25% на каждое рейтинговое действие (без ограничения на общее количество повышений). Данное условие встречается не слишком часто и заметно снижает риски инвестирования в облигации компании.

Выпуск BRITEL 8 ½ 12/15/30 имеет почти такую же дюрацию, как BRITEL 5 ¼ 12/04/28, но торгуется с доходностью на 40 пунктов выше. Ситуация, когда облигации с погашением в 2030 году явно недооценены по сравнению с облигациями с погашением в 2028 году, в целом типична для сравнимых компаний – вероятно, многие инвесторы смотрят на срок до погашения, а не дюрацию. Например, у Vodafone разница в доходности 2028 и 2030 года около 30 пунктов, у Deutsche Telekom – даже 50 пунктов.

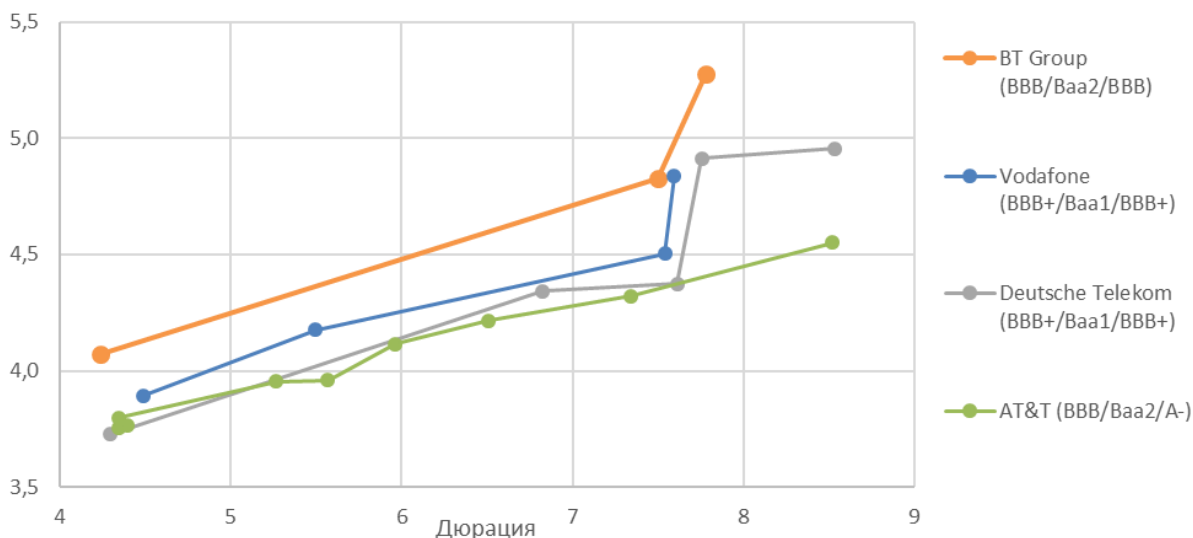
В случае BT Group разница между выпусками усугубляется наличием опциона на увеличение купона при снижении рейтинга. У выпуска BRITEL 5 ¼ 12/04/28 аналогичного опциона нет.

Кривые доходности BT Group и сравнимых компаний в USD (срок до погашения)



Источник: Bloomberg

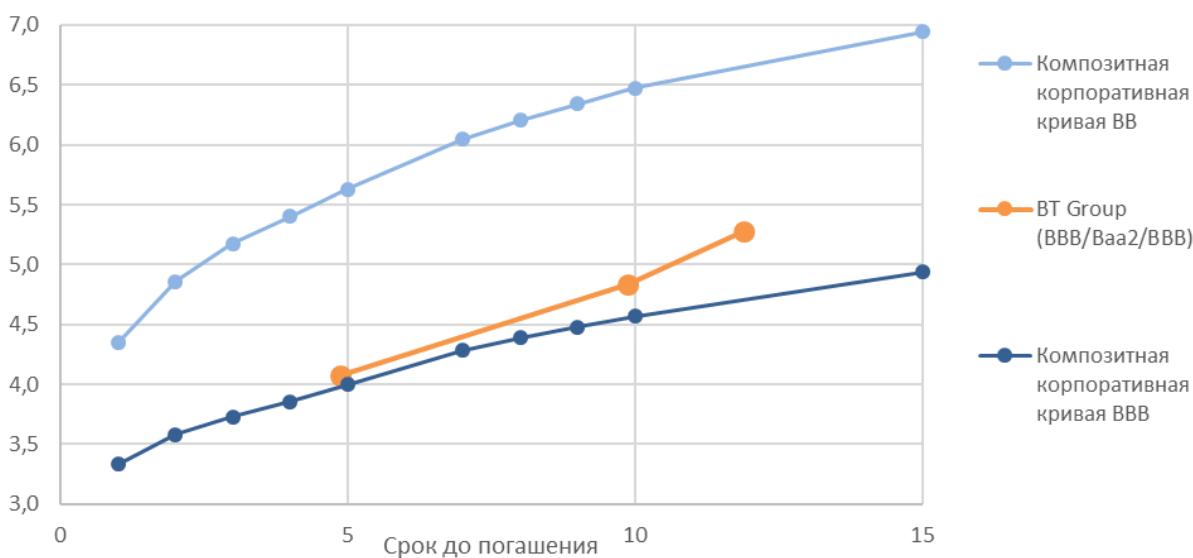
Кривые доходности BT Group и сравнимых компаний в USD (дюрация)



Источник: Bloomberg

По отношению к сравнимым композитным кривым выпуск BRITEL 8 5/8 12/15/30 также выглядит несколько недооцененным.

Кривая доходности BT Group и сравнимые композитные кривые (в USD)



Источник: Bloomberg

Консервативно считая, что выпуск BRITEL 8 5/8 12/15/30 должен торговаться с доходностью чуть выше, чем BRITEL 5 1/8 12/04/28, можно оценить потенциал сокращения G-спреда в 35-40 пунктов. Суммарная доходность от инвестиций в данный выпуск на годовом интервале может составить 10,7% годовых (в долларах). С учетом ширины спреда из-за относительно низкой ликвидности более реалистичная оценка потенциального дохода около 9% годовых.

Мы напрямую не учитываем в оценке облигаций стоимость опциона (ее расчет слишком сложен), но наличие опциона уменьшает риски расширения спреда и, соответственно, улучшает общее соотношение риск-доходность данной инвестиционной идеи. Из-за специфики бизнеса BT Group сильное снижение рейтинга выглядит маловероятным, а умеренное – практически полностью компенсируется ростом купона.

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.