



АриКАПИТАЛ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млрд долл.	2018	2019	Послед. 12 месяцев (по 30.06)
Рыночная капитализация	49	98	52*
Выручка	132	118	97
ЕБИТДА	42	27	17
Активы	300	353	310
Чистый долг	37	36	43
Чистый долг / ЕБИТДА	1,7	1,4	56,3

* рыночные данные на 13.10.20

Источник: Bloomberg

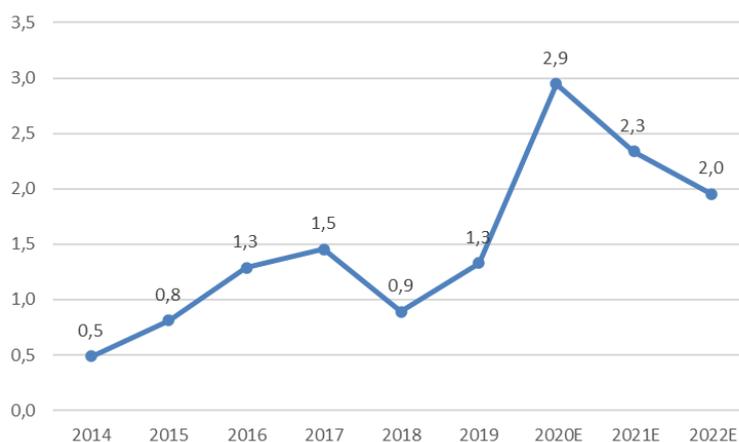
Газпром (BBB-/Baa2/BBB) планирует впервые разместить субординированные облигации в долларах и евро с ожидаемым рейтингом BB/Ba1/BB+.

Новые выпуски, по мнению рейтинговых агентств, эквивалентны привилегированным акциям (но в западной трактовке, с большей защитой по сравнению с привилегированными акциями российских эмитентов).

Облигации данного типа обычно торгуются к колл-опциону, по новым выпускам он будет действовать через 5 лет (с октября 2025 по январь 2026) и после этого на каждую дату выплаты купона. Если колл-опцион не будет исполнен, в январе 2026 года (т.е. через 5,25 лет) купон долларового выпуска будет равен доходности 5-летних UST Treasuries (в евро – рыночных свопов) плюс спред, равный спреду при размещении. С 2031 года купон дополнительно вырастает на 25 bp, с 2046 – еще на 75 bp. Это достаточно стандартные условия, делающие новые выпуски Газпрома очень похожими на размещенные в этом году субординированные облигации BP.

Как и у большинства других нефтегазовых компаний, леверидж Газпрома в 2020 году сильно вырос из-за падения ЕБИТДА. Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает постепенное сокращение левериджа по мере нормализации макроэкономической ситуации и цен на энергоносители.

Чистый долг / ЕБИТДА



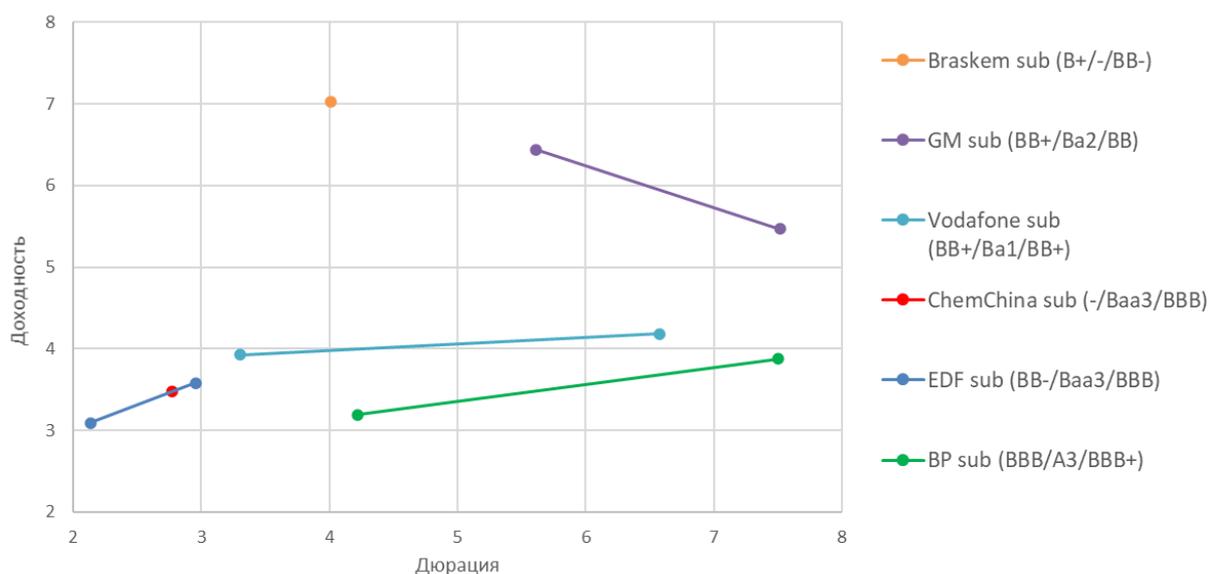
Источник: Bloomberg

В целом мы очень осторожно относимся к кредитному качеству Газпрома. Компания платит высокие дивиденды при отрицательном чистом денежном потоке. Рыночная стоимость акций компании уже ненамного больше чистого долга и существенно меньше долга без учета денежных средств, а может ли компания полностью использовать данные денежные средства не до конца понятно. Качество корпоративного управления и особенно инвестиционных решений остается плохим. Кроме того, компания напрямую зависит от политических рисков. Все это заставляет нас считать, что текущий спред долгосрочных облигаций Газпрома к суверенной кривой РФ (60-70 bp) слишком узок и имеет потенциал расширения. В среднесрочной перспективе Газпром может торговаться по отношению к РФ примерно как сейчас Petrobras к Бразилии (100-120 bp на 25-30 лет).

Несмотря на негативный взгляд на долгосрочные облигации Газпрома, новый выпуск может быть потенциально интересен, если из-за большого объема размещения нового инструмента компания даст премию к аналогам.

Сравнимые по рейтингу нефинансовые субординированные облигации в долларах дают 4-7% годовых. Использовать как бенчмарк долларовые еврооблигации российских эмитентов с рейтингом ВВ/ВВ+, по нашему мнению, некорректно, так как субординированные облигации обычно дают премию к старшим облигациям с таким же рейтингом. Мы оцениваем, что данная премия в среднем на рынке около 100 bp, и связываем ее с возможностью эмитента не исполнять колл-опцион в случае ухудшения финансового состояния (в этом случае увеличение купона, скорее всего, не компенсирует рост кредитного риска).

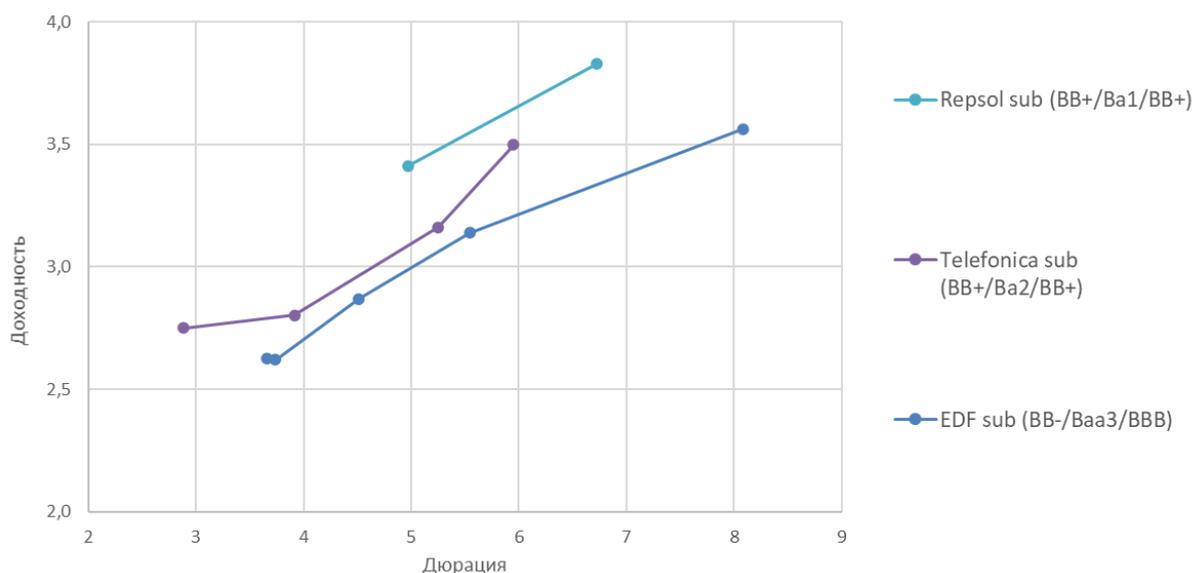
Кривые доходности сравнимых субординированных облигаций (в долларах США)



Источник: Bloomberg

Сравнимые по рейтингу нефинансовые субординированные облигации в евро дают 2,5-4,0% годовых.

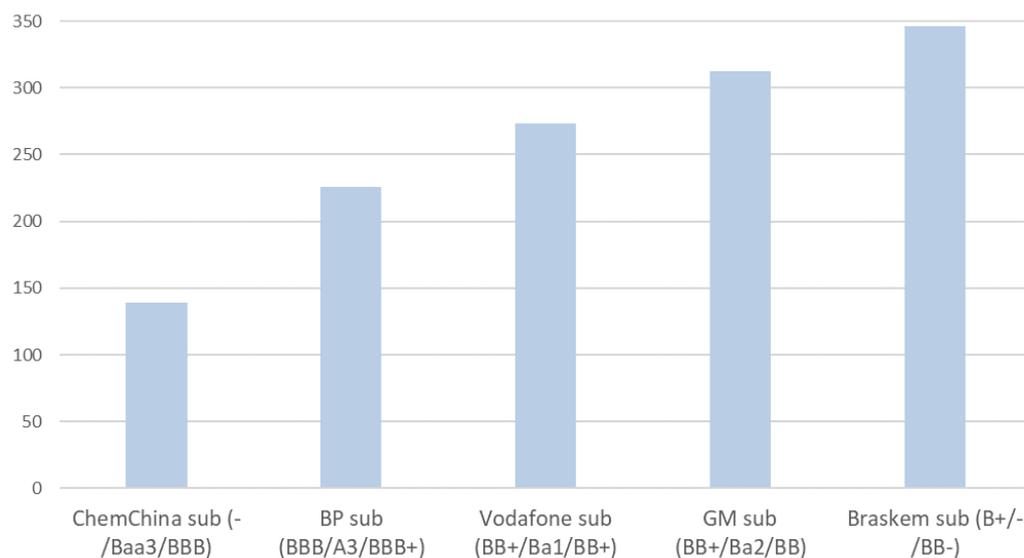
Кривые доходности сравнимых субординированных облигаций (в евро)



Источник: Bloomberg

Спред к старшим облигациям различается от 230 бп у BP до 350 бп у эмитентов со старшим рейтингом ниже инвестиционного уровня (по долларовым облигациям). ChemChina, на наш взгляд, изолированный кейс, так как ее кредитное качество по старшим выпускам в основном определяется поддержкой государства, поэтому различие между старшими и субординированными облигациями меньше, чем когда это определяется на корпоративном уровне.

G-спред субординированных облигаций к старшим (в долларах США)



Источник: Bloomberg

На наш взгляд, субординированные облигации Газпрома по кредитному качеству хуже Vodafone, но лучше GM, поэтому должны давать премию хотя бы 50 bp по доходности к Vodafone и дисконт к GM, что означает диапазон по доходности 4,5-5,5% (в долларах). С другой стороны, спред субординированных облигаций к старшим у Газпрома может быть существенно меньше, чем у Vodafone, так как старшие облигации Vodafone на 5 лет торгуются как очень низкорискованные.

Мы считаем, что справедливый спред нового субординированного выпуска в долларах к кривой Газпрома составляет 225 bp (как у BP), что соответствует доходности к колл-опциону примерно 4,9% (по 5-летним облигациям в долларах). По выпуску в евро наша оценка справедливой доходности – 4,1% годовых на 5 лет, что означает премию около 60 bp к Repsol и примерно соответствует своп-разнице ставок с корректировкой на более широкие спреды в евро по старшим облигациям Газпрома.

Соответственно, более высокая доходность при размещении может означать потенциал роста цены.

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 идеи» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 24 марта 2020 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.