



АРИКАПИТАЛ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млрд долл.	2018	2019	2020
Рыночная капит.	51,4	41,6	61,3*
Выручка	220,5	215,1	142,4
ЕБИТДА	14,2	11,2	8,9
Чистый долг**	14,7	17,6	15,8
Чист. долг** / ЕБИТДА	1,0	1,6	1,8

* рыночные данные на 10.08.21

** без учета высоколиквидных запасов торгуемых сырьевых товаров

Параметры выпуска GLENLN 0 03/27/25

ISIN	XS1799614232
Рейтинг эмитента	BBB+/Baa1/-
Валюта	USD
Дата размещения	20.03.18
Текущ. средняя цена*	98,35
Текущ. доходность к погаш. по средней цене*	0,46
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	-11
Опционы	конвертируемая облигация

* на 10.08.21

Источник: данные компании, Bloomberg

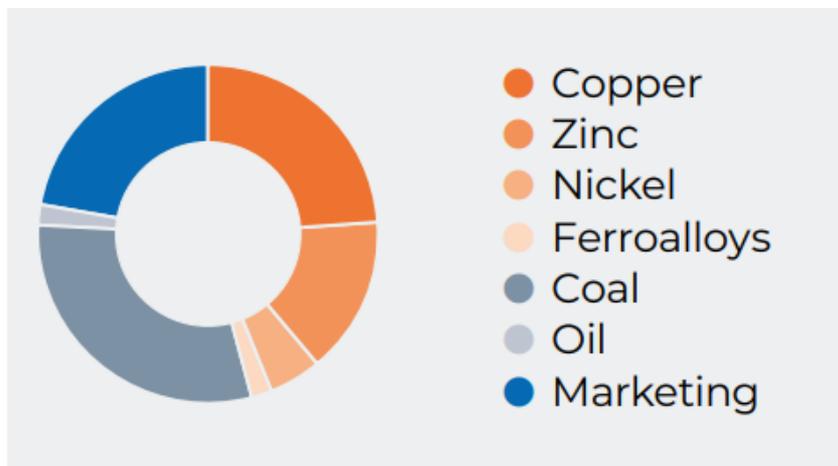
Glencore plc (BBB+/Baa1/-) – одна из крупнейших в мире сырьевых компаний.

На прошлой неделе Glencore опубликовал отчет за первое полугодие 2021 года. Скорректированная ЕБИТДА за первое полугодие стала рекордной в истории, хотя компания немного снизила производственные прогнозы.

Главное в отчете – Glencore достиг нижней границы целевого диапазона чистого долга и будет направлять чистый денежный поток на выплаты акционерам. Суммарное вознаграждение акционерам (дивиденды и выкуп акций) за 2021 год может составить примерно 6%. В случае сохранения текущих цен на сырьевые товары годовой чистый денежный поток по отношению к рыночной капитализации, по оценке крупного инвестбанка, будет близок к 20%, что означает большой потенциал для увеличения дивидендов и выкупа акций.

Glencore очень диверсифицирован, металлы в 2019 году принесли меньше половины ЕБИТДА (более показательны данные именно 2019 года, так как в 2020 году цены на энергетические товары упали намного сильнее по сравнению с металлами, что исказило структуру ЕБИТДА). От большинства аналогов Glencore отличает большая доля угля – порядка трети ЕБИТДА в 2019 году. Цены на уголь сейчас находятся в районе многолетних максимумов, поэтому в отличие от предыдущих лет зависимость от угля может быть позитивна для Glencore.

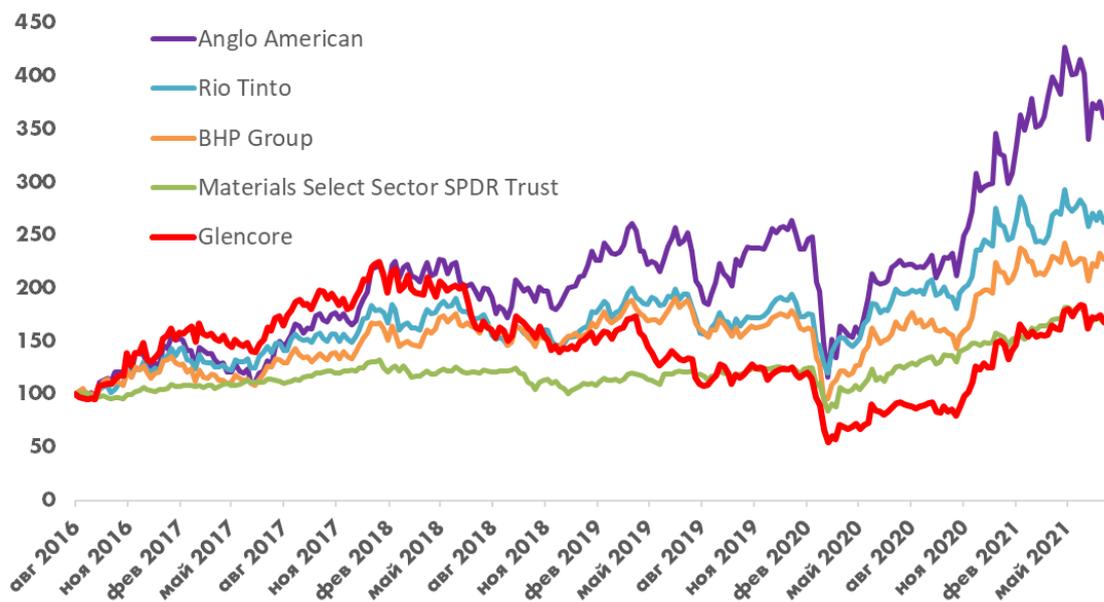
Структура ЕБИТДА (2019 год)



Источник: данные компании

Учитывая замедление китайской экономики и особенно долговые проблемы девелоперов, мы осторожно смотрим на металлы и считаем предположение о сохранении текущих цен скорее оптимистичным. Однако Glencore зависит от металлов и, соответственно, китайского спроса меньше, чем большинство сравнимых компаний, а его акции сильно отстали.

Нормализованная динамика акций Glencore и сравнимых компаний (в USD)



Источник: Bloomberg

Рекомендованный нами ранее конвертируемый выпуск GLENLN 0 03/27/25 увеличился в цене сильнее обыкновенных облигаций и начал торговаться с дисконтом по доходности к кривой эмитента. Явная неэффективность рынка, на которую мы обращали внимание (когда конвертируемый выпуск обеспечивал и бесплатный опцион, и повышенную доходность), исчезла, однако данный выпуск может быть интересен как сравнительно низкорискованная ставка на дальнейший рост акций.

Свежий консенсус-прогноз по цене акций на годовом интервале (рассчитанный нами на основе данных Bloomberg как среднее 5 последних прогнозов) на 24% выше текущего уровня, а опционная премия 93 bp (премия конвертируемых облигаций к кривой эмитента). Например, целевые цены JP Morgan и Goldman Sachs 4,0 и 3,9 GBP по сравнению с текущей ценой 3,3 GBP, а самая свежая целевая цена (от Jefferies) – даже 4,8 GBP. Цена конвертации GLENLN 0 03/27/25 выше текущей цены на 47%, срок опциона 3,5 года (до февраля 2025). По нашей оценке на основе модели Bloomberg, в случае достижения акциями консенсус-прогноза (из 5 последних целевых цен) за год при прочих равных цена GLENLN 0 03/27/25 может увеличиться на 5-7%. Важно отметить, что консенсус-прогноз, вероятно, предполагает снижение цен на сырьевые товары. В случае более резкого роста акций порядка трети изменения акций может перейти в изменение цены GLENLN 0 03/27/25. Например, быстрый рост акций до среднего между прогнозами JP Morgan, Goldman Sachs и Jefferies (т.е. примерно на 30% в течение 1-2 месяцев) может принести около 10% держателям GLENLN 0 03/27/25, но в случае падения акций потенциал снижения GLENLN 0 03/27/25 может быть ограничен уровнем 95,1% номинала, который по доходности соответствует обычным облигациям эмитента (на практике конвертируемые облигации иногда снижаются сильнее, но это все равно в пределах нескольких процентов номинала).

Таким образом, инвестор может получить 0,5% и потенциал существенного роста цены вместо 1,4% по обыкновенным облигациям Glencore. Акции Glencore, возможно, только начали ликвидировать отставание от аналогов и могут быть неплохим хеджем на случай сохранения высокой инфляции, а текущие цены на сырьевые товары обеспечивают отличные возможности для увеличения дивидендов и выкупа акций.

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. Информация о структуре и составе акционеров (участников) управляющей компании, в том числе о лицах, под контролем либо значительным влиянием которых находится управляющая компания, раскрывается на [официальном сайте Банка 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.

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 27 ноября 2018 г. за номером 3606.

Открытый паевой инвестиционный фонд рыночных финансовых инструментов «Арикапитал – Мировые рынки» – Правила доверительного управления зарегистрированы Банком России 03 июня 2021 г. за номером 4445.

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.