



АРИКАПИТАЛ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млрд долл.	2018	2019	2020
Рыночная капитализация	49	98	111*
Выручка	132	118	88
EBITDA	42	27	23
Активы	300	353	315
Чистый долг	37	36	49
Чистый долг / EBITDA	1,7	1,4	2,2

* рыночные данные на 16.09.21

Параметры выпуска GAZPRU 3.897 PERP€

ISIN	XS2243636219
Рейтинг эмитента	BBB-/Baa2/BBB
Рейтинг выпуска	BB-/BB+
Валюта	EUR
Текущ. средняя цена*	104,15
Дата ближайшего колл-опциона	25.10.25
Текущ. доходность к опциону по средней цене*	2,81%
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	350

* на 16.09.21

Параметры выпуска GAZPRU 4.5985 PERP

ISIN	XS2243631095
Рейтинг эмитента	BBB-/Baa2/BBB
Рейтинг выпуска	BB-/BB+
Валюта	USD
Текущ. средняя цена*	105,10
Дата ближайшего колл-опциона	26.10.25
Текущ. доходность к опциону по средней цене*	3,26%
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	261

* на 16.09.21

Источник: Bloomberg

В прошлом году Газпром (BBB-/Baa2/BBB) разместил субординированные облигации в долларах и евро (подробнее в [обзоре](#)). Облигации данного типа обычно торгуются к колл-опциону, по данным выпускам он будет действовать через 5 лет (с октября 2025 по январь 2026) и после этого на каждую дату выплаты купона. Это достаточно стандартные условия, делающие новые выпуски Газпрома очень похожими, например, на субординированные облигации BP.

Облигации Газпрома в целом выглядят недооцененными по сравнению с рынком. Старшие выпуски торгуются примерно как BB+ и, на наш взгляд, не учитывают радикальное улучшение финансовых показателей компании при текущих ценах на газ и вероятное сокращение новых размещений.

Суборды Газпрома немного отстали от субордов европейских компаний (например, рекомендованного нами VW 3 ½ PERP, подробнее в [обзоре](#)) и сейчас выглядят наиболее интересной идеей в сегменте российских валютных еврооблигаций. Особенно заметен контраст между ралли акций Газпрома и динамикой чуть хуже рынка у субордов.

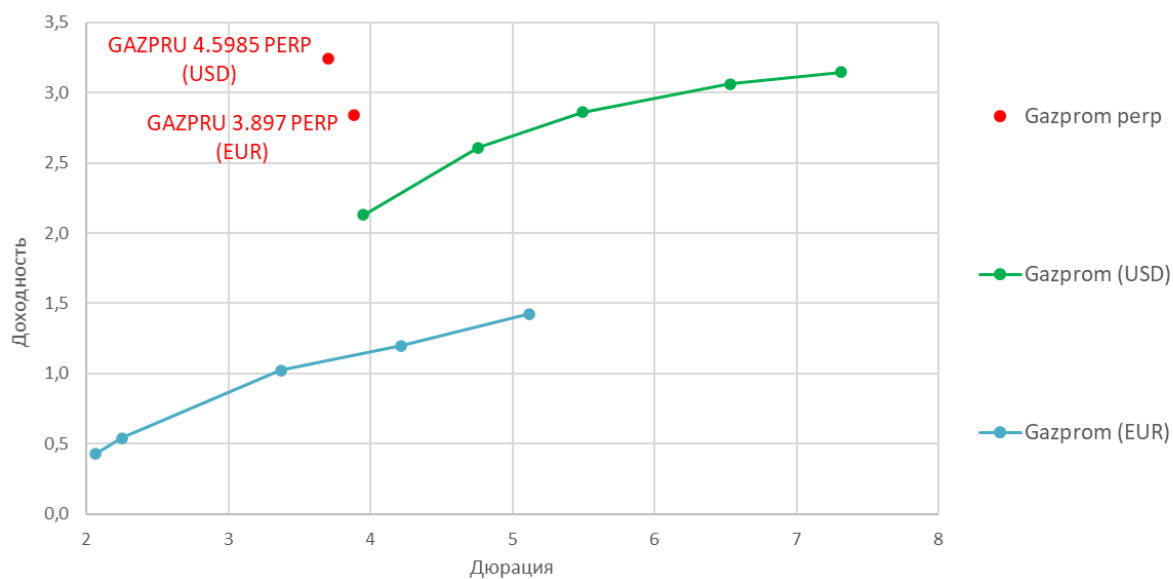
Субординированные облигации, номинированные в евро, очень дешевые по сравнению с аналогичными долларовыми бумагами. Разница в доходности субордов в долларах и евро сейчас меньше 50 bp, что необычно мало. В среднем различие в доходности 5-летних бумаг в долларах и евро одного и того же эмитента с рейтингом BB/BBB немного больше 100 bp, как у старших облигаций Газпрома (см. график на следующей странице). Это значение спреда между долларами и евро на 5 лет характерно для крупных ликвидных эмитентов BB/BBB (например, Netflix, Kraft Heinz, Ford, субординированные Vodafone и BP).

В терминах спреда к гособлигациям разница между субордами Газпрома еще нагляднее: суборд в евро дает премию к долларовому 80-90 bp, а по старшим облигациям спред между ними 20-40 bp (см. график на следующей странице), что обычно и наблюдается у эмитентов с рейтингом BB/BBB.

Таким образом, мы считаем, что суборд Газпрома в евро (GAZPRU 3.897 PERP€) сильно недооценен по сравнению с долларовым субордом (GAZPRU 4.5985 PERP).

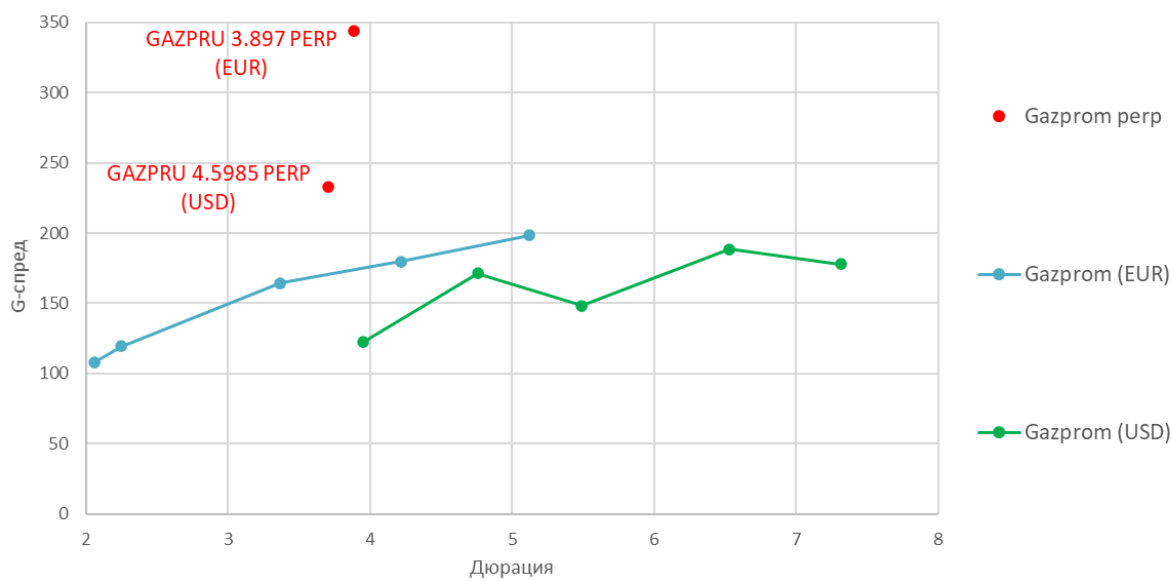
На наш взгляд, суборд в евро (GAZPRU 3.897 PERP€) интересен и для новых инвестиций, и как возможность переложиться из долларового GAZPRU 4.5985 PERP. Мы оцениваем потенциал сокращения доходности GAZPRU 3.897 PERP€ примерно в 50 bp. На годовом интервале это соответствует доходности 2,3% и цене 105,0% номинала (на 16.09.22). При сохранении текущих спредов и ставок суммарная доходность по выпуску GAZPRU 3.897 PERP€ за год может составить 4,7% в евро.

Доходность валютных облигаций Газпрома



Источник: Bloomberg

Спреды валютных облигаций Газпрома



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 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.