



АРИКАПИТАЛ

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млрд долл.	2019*	2020*	2021*
Рыночная капитализация	12,7	12,2	23,5**
Выручка	10,4	10,5	10,7
ЕБИТДА	2,0	1,8	1,8
Чистый долг	2,0	2,5	4,0
Чистый долг / ЕБИТДА	1,0	1,4	2,2

* финансовый год компании заканчивается 30 июня

** рыночные данные на 03.12.21

Параметры выпуска STX 3 ⅜ 07/15/31

ISIN	USG79456AP71
Рейтинг эмитента	BB+/Ba1/BB+
Валюта	USD
Дата размещения	03.12.20
Текущ. средняя цена*	96,59
Текущ. доходность к опциону по средней цене*	3,80%
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	242

* на 03.12.21

Параметры выпуска STX 5 ¼ 12/01/34

ISIN	US81180WAN11
Рейтинг эмитента	BB+/Ba1/BB+
Валюта	USD
Дата размещения	24.11.14
Текущ. средняя цена*	114,78
Текущ. доходность к опциону по средней цене*	4,21%
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	272

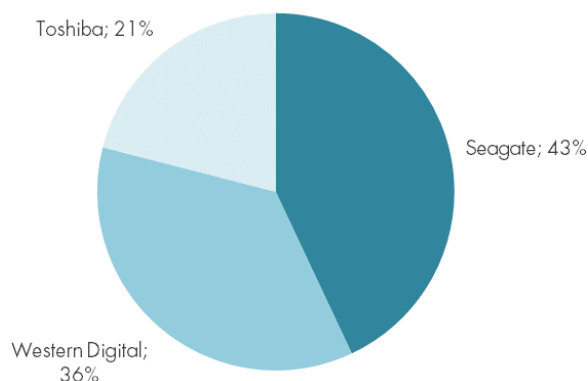
* на 03.12.21

Источник: Bloomberg

Seagate Technology Holdings plc (BB+/Ba1/BB+) – технологическая компания, один из крупнейших производителей жестких дисков. Компания с 2010 года зарегистрирована в Ирландии, штаб-квартира в Калифорнии, акции торгуются на американских биржах. Выручка за 2020 финансовый год 12 млрд долларов, текущая капитализация 23 млрд долларов.

Рынок жестких дисков является олигополией: Seagate, Western Digital и Toshiba занимают практически 100% рынка.

Рынок жестких дисков (1 квартал 2021 года)

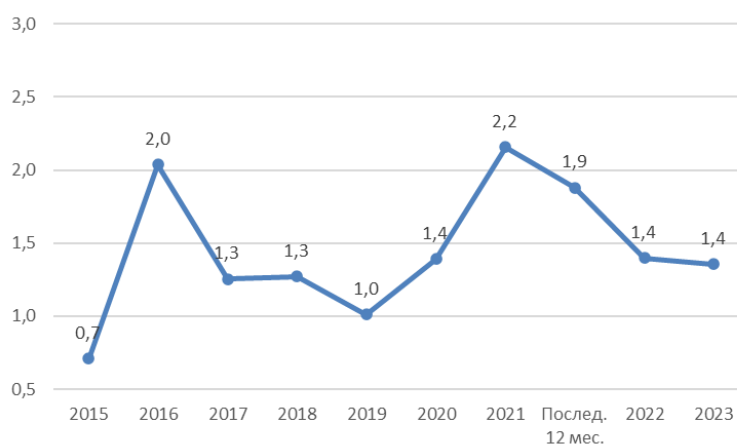


Источник: Bocks & Files со ссылкой на IDC, Coughlin, TrendForce

В персональных компьютерах жесткие диски (HDD) постепенно заменяются SSD (флэш-памятью, которая дороже и быстрее), однако спрос со стороны дата-центров более чем компенсирует это. Популярность облачных сервисов и общий рост объема данных создают устойчивую потребность в недорогих решениях для хранения информации, что позволяет HDD сохранить свою нишу и не быть вытесненными SSD.

Лeverидж компании достаточно низкий – чистый долг в последние годы обычно не превышал 2 ЕБИТДА. В 2021 году произошло увеличение долга: несмотря на некоторое ухудшение операционных показателей из-за коронавируса Seagate продолжил повышать дивиденды и, главное, утвердил новую программу выкупа акций.

Чистый долг / ЕБИТДА*



* финансовый год компании заканчивается 30 июня

Источник: Bloomberg

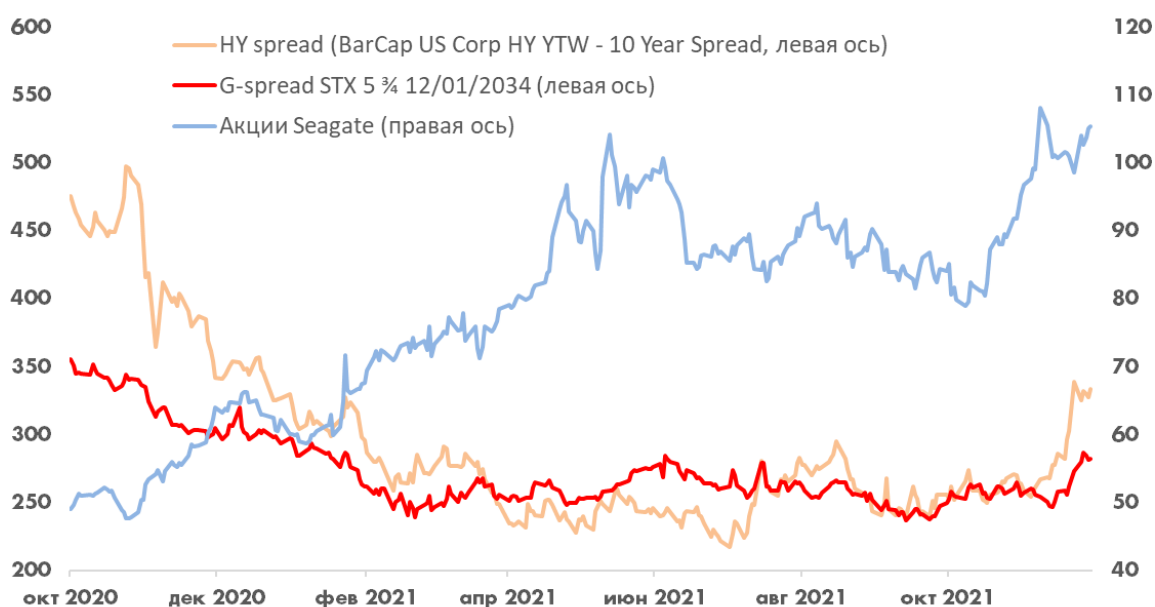
Это не понравилось рейтинговым агентствам: Seagate потерял рейтинг инвестиционного уровня от 2 из 3 агентств. В декабре прошлого года Moody's и Fitch понизили рейтинг с Baa3/BBB- до Ba1/BB+ (S&P сохранил BB+).

По нашему мнению, для оценки долгосрочных облигаций Seagate бизнес-риски намного важнее, чем леверидж, так как уровень долговой нагрузки остается сравнительно небольшим по сравнению с EBITDA. Мы считаем ключевыми факторами конкурентоспособность HDD по сравнению с SSD и возможность Seagate поддерживать технологический уровень по сравнению с Western Digital и Toshiba. С этой точки зрения Seagate сейчас выглядит хорошо: рейтинговые агентства отмечают, что растущий спрос со стороны дата-центров важнее снижения в сегменте обычных жестких дисков, а акции сильно выросли и находятся на исторических максимумах.

Консенсус-прогноз Bloomberg предполагает, что всплеск левериджа является временным, так как улучшение операционных показателей более чем компенсирует рост долга. Судя по пресс-релизам рейтинговых агентств, повышение рейтинга до инвестиционного уровня маловероятно в течение года, но все равно выглядит вопросом времени при развитии ситуации примерно в соответствии с консенсус-прогнозом. Рынок может начать закладывать в цены облигаций возврат к инвестиционному рейтингу раньше – возможно, через полгода-год.

Облигации Seagate из-за потери инвестиционного рейтинга показывали динамику хуже рынка несмотря на то, что акции, наоборот, выросли почти в 2 раза.

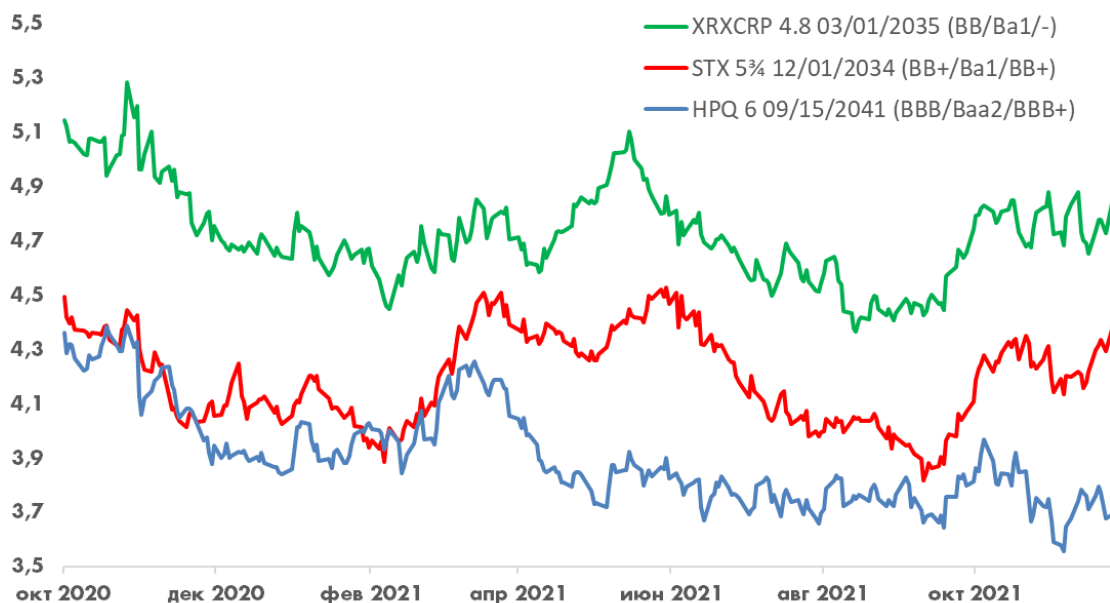
Динамика спреда и акций Seagate



Источник: Bloomberg

Долгосрчные облигации Seagate после потери инвестиционного рейтинга расширили спреды и стали похожи по динамике на облигации более слабого аналога – Xerox.

Доходность долгосрчных облигаций Seagate и сравнимых компаний (USD)



Источник: Bloomberg

Акции Seagate обновляют максимумы. Это вряд ли можно объяснять только программой выкупа: например, акции сильно росли на публикации квартальной отчетности за 1 и 3 кварталы. По нашей оценке, наиболее вероятной причиной ралли акций является переоценка рынком среднесрочных перспектив бизнеса Seagate из-за растущего спроса со стороны дата-центров.

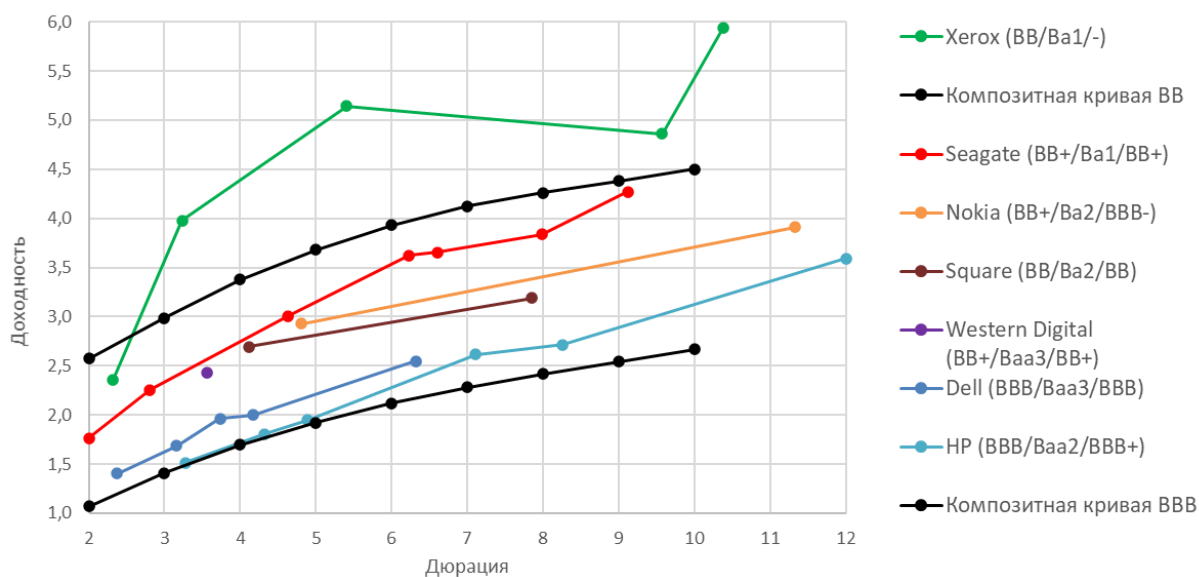
Нормализованная динамика акций Seagate и сравнимых компаний (USD)



Источник: Bloomberg

Сейчас долгосрочные облигации Seagate торгуются с дисконтом по доходности к композитной кривой BB, однако с премией к качественным BB/BB+ технологического сектора (Nokia и Square).

Кривые доходности Seagate и сравнимых компаний (USD)



Источник: Bloomberg

До потери инвестиционного рейтинга долгосрочные облигации Seagate торговались практически без спреда к HP. Мы считаем, что по мере роста операционных показателей рынок может начать закладывать в цены облигаций возврат к инвестиционному рейтингу. На годовом интервале, на наш взгляд, можно ожидать сокращения спреда долгосрочных облигаций Seagate к HP в 2 раза – примерно до текущего уровня Nokia и Square.

Это означает потенциал сужения спредов долгосрочных облигаций Seagate порядка 50 bp. Например, по свежему выпуску STX 3 ¾ 07/15/31 на годовом интервале мы оцениваем справедливый G-спред в 200 bp (по сравнению с текущим уровнем 242), что соответствует доходности 3,4% и цене 100,0% номинала (на 06.12.22). При сохранении общерыночных спредов и ставок суммарная доходность по выпуску STX 3 ¾ 07/15/31 за год может составить 6,9% в долларах.

Важно отметить риски облигаций Seagate: технологические, связанные с конкурентоспособностью продуктов компании и жестких дисков в целом, и финансовые, связанные с повышенными выплатами акционерам через дивиденды и выкуп 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.