



АриКапитал

УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ

Сергей Перминов, CFA
Главный экономист УК Арикапитал

Основные показатели

в млрд долл.	2018	2019	2020
Рыночная капитализация	9,0	14,1	15,1*
Выручка	2,0	2,7	3,0
ЕБИТДА	0,6	0,8	0,6
Чистый долг	-0,7	-0,5	-0,3
Чистый долг / ЕБИТДА	отриц.	отриц.	отриц.

* рыночные данные на 27.01.22

Параметры выпуска YNDX 0 ¾ 03/03/25

ISIN	XS2126193379
Рейтинг эмитента	BBB-/BBB
Валюта	USD
Дата размещения	25.02.20
Текущ. средняя цена*	95,73
Текущ. доходность к опциону по средней цене*	2,19%
Текущ. G-спред по средней цене (пункты)*	75

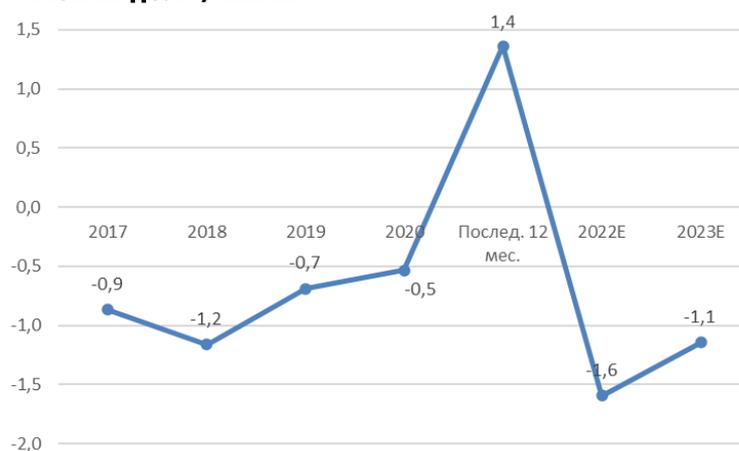
* на 27.01.22

Источник: Bloomberg

Конвертируемые облигации Yandex (BBB-/BBB) в этом году сильно снизились в цене из-за падения акций. Текущая доходность облигаций соответствует западным эмитентам с рейтингом инвестиционного уровня, а опцион на конвертацию в акции выглядит дешевым и может принести очень высокий доход в случае восстановления акций.

Кредитное качество Яндекса не вызывает вопросов: у компании стабильно низкий леверидж, недавно получены рейтинги инвестиционного уровня от S&P и Fitch.

Чистый долг / ЕБИТДА



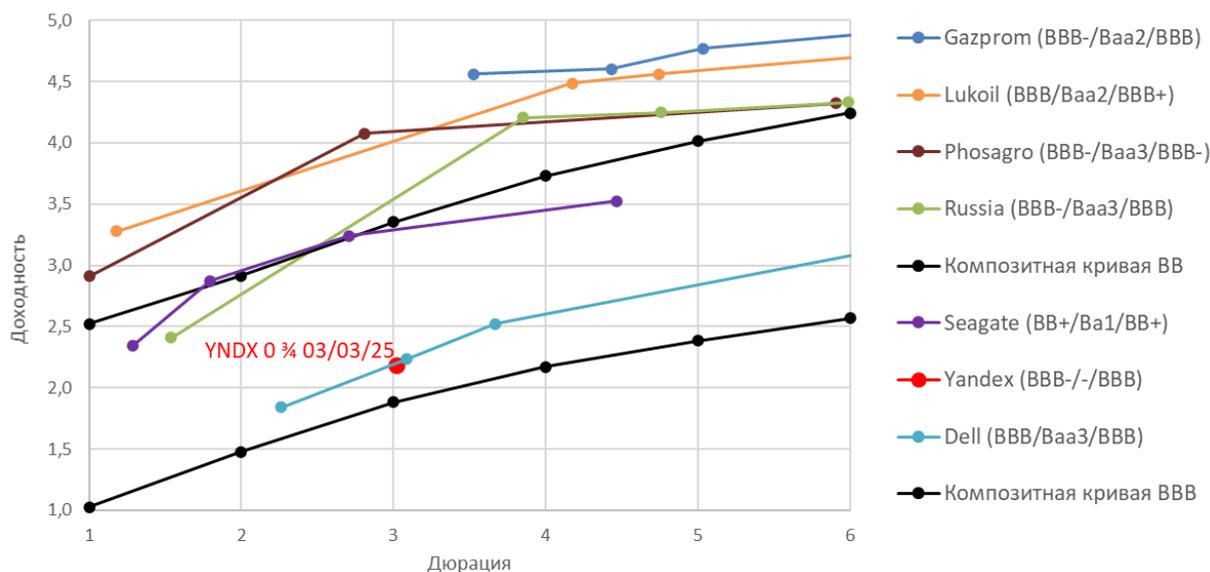
Источник: Bloomberg

Рейтинговые агентства отмечают, что инвестиции в интернет-магазин и другие новые бизнесы приведут к отрицательным денежным потокам на уровне всей компании, но долговая нагрузка останется умеренной. S&P и Fitch намного консервативнее консенсус-прогноза Bloomberg, предполагающего возврат к отрицательному чистому долгу уже в следующем году (см. график). Мы считаем прогноз S&P и Fitch более вероятным.

От большинства других российских компаний Яндекс выгодно отличается практическим отсутствием санкционных рисков, поэтому доходность его долларовых облигаций, на наш взгляд, может быть одной из самых низких среди российских компаний. С точки зрения акций ситуация обратная: популярность Яндекса среди западных инвесторов может привести к продолжению опережающего индексы падения акций в случае дальнейшей эскалации на Украине.

У Яндекса есть только один выпуск еврооблигаций – конвертируемый YNDX 0 ¾ 03/03/25. Текущая доходность 2,2%, что соответствует американским BBB-/BBB и примерно на 200 б.п. меньше, чем в 1 эшелоне еврооблигаций российских эмитентов (см. график на следующей странице).

Кривые доходности Yandex и сравнимых компаний (USD)

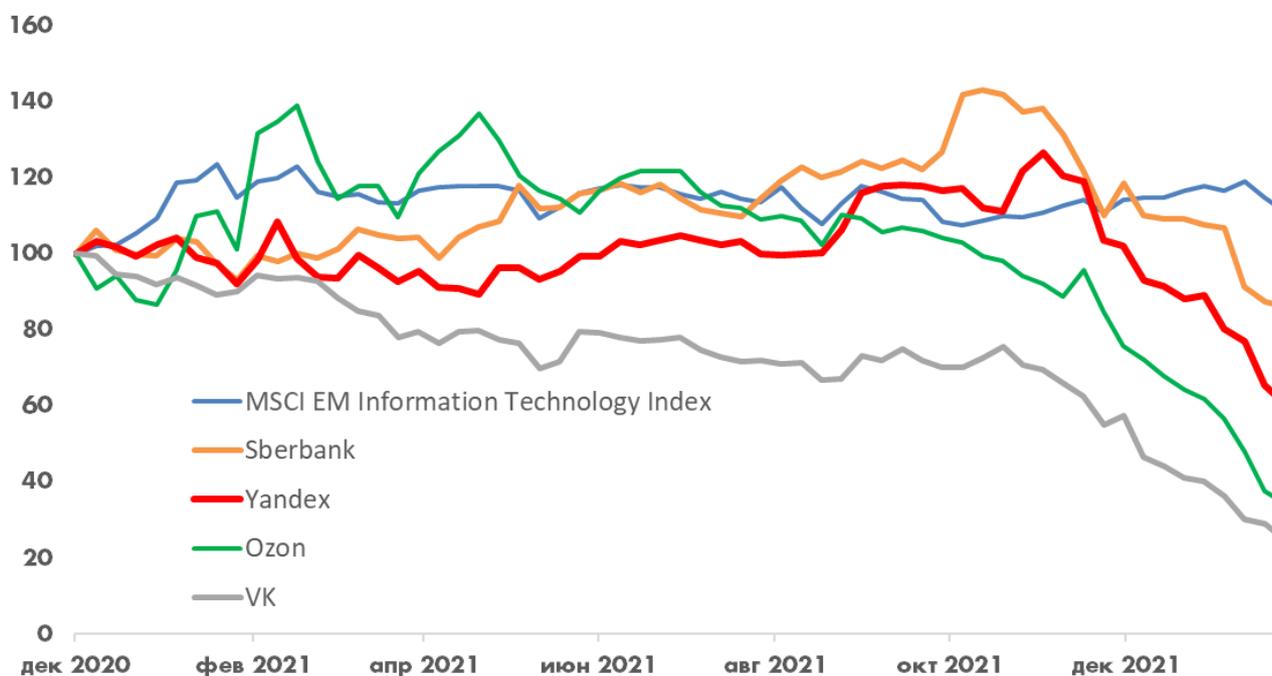


Источник: Bloomberg

Сейчас выпуск YNDX 0 ¾ 03/03/25 торгуется с доходностью к погашению 2,2% годовых и имеет опцион на конвертацию в акции по цене \$60,08 (премия 37% к текущей цене акций – \$42,12). В ноябре прошлого года цена YNDX 0 ¾ 03/03/25 была выше 140% номинала.

На фоне падения технологических бумаг и из-за популярности среди западных инвесторов акции Яндекса упали даже сильнее, чем Сбербанк, имеющий непосредственные санкционные риски (хотя Озон и VK снизились еще больше Яндекса).

Динамика акций Yandex и аналогов (USD)



Источник: Bloomberg

Акции Яндекса, торгующиеся с EV/EBITDA 22 года 22,6, трудно назвать очень дешевыми даже после падения, а большие инвестиции в интернет-магазин обнулят денежные потоки в ближайшие годы. Успешность данных инвестиций не очевидна: в сегменте интернет-магазинов Яндекс по размеру намного меньше Wildberries и Озона, которые также делают крупные капиталовложения.

В случае негативной динамики акций потенциал снижения YNDX 0 ¾ 03/03/25 ограничен уровнем 90% номинала, соответствующим текущей доходности российских еврооблигаций 1 эшелона (при сохранении текущих ставок и спредов).

Крупные инвестбанки очень оптимистичны по акциям Яндекса, консенсус-прогноз Bloomberg по цене акций (\$85,93) более чем 2 раза превосходит текущую цену (\$42,12).

В случае роста акций, например, до консенсус-прогноза Bloomberg (\$85,93 за акцию) и при сохранении текущих спредов, ставок и подразумеваемой (implied) волатильности суммарная доходность на годовом интервале, по нашей оценке на основе модели Bloomberg, может составить порядка 50% в долларах (при цене YNDX 0 ¾ 03/03/25 143% номинала на 27.01.23).

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.

Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но компания не дает никаких гарантий относительно точности данной информации.

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 и на сайте в сети Интернет: www.aricapital.ru.

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.