Стратегия

27 марта 2024 г.

Антон Куликов, kulikovan@bcs.ru
Виктория Деркач, derkachvv@bcs.ru

Тактический взгляд: портфель облигаций

Портфели с начала года +4.3%, или +3.1% к индексу

Взгляд на долговой рынок в рублях сохраняем умеренно позитивным, а в валюте — нейтральным. В портфелях №1, №2 и №3 изменений нет.

- ЦБ сохранил жесткую риторику, но инфляция снижается
- Инфляция в марте продолжает оставаться низкой — позитивно
- Два главных драйвера: инфляция после выборов и план Минфина на 2К24
- Рубль держится около 90/$ — умеренно позитивно
- Urals выше $70/барр. — умеренно позитивно
- Среднесрочный в рублях — портфель № 1: выделяем Газпром нефть
- Долгосрочный в рублях — портфель № 2: отмечаем Segezha
- Среднесрочный в валюте — портфель № 3: ожидаем новые бумаги РЖД и ВТБ

ЦБ стремится быть как можно ближе к цели в 4% по инфляции к концу года. Регулятор сохраняет ястребиную риторику по удержанию высокой ставки во 2К24, но признает, что месячная инфляция, приведенная к годовой, с учетом сезонности уже близка к 6%. Также важным дополнением будут комментарии Минфина по поводу объемов размещения облигаций с фиксированным купоном во 2К24 — при разбавлении их облигациями с переменным купоном (флоатерами) доходности могут отойти от максимумов. В долгосрочной перспективе взгляд на рынок у нас умеренно позитивный, поскольку к 2025 г. мы ожидаем постепенного сокращения доходностей длинных ОФЗ до 9-10% с более чем 13%.

Флоатер Газпром нефть 003Р-10R (требуется тестирование) может принести доход 17.5% за год и 9% за полгода. Ожидаем, что средняя ключевая ставка составит 15% в 2024 г., что на 1% меньше, поэтому флоатер (облигация с переменным купоном) Газпром нефть 003Р-10R принесет на 1% ниже текущей условной доходности (YTM) 18.5%-1%=17.5%. Напомним, что флоатеры являются аналогами накопительного счета в банке: доход, как и по накопительному счету, начисляется ежедневно, а выплачивается раз в месяц, квартал или полугодие. Итого ожидаем доход 9% по Газпром нефть БО 003Р-10R за полгода — привлекательно (подробнее в нашем отчете).

Segezha опубликовала слабую отчетность по МСФО за 2023 г. и сообщила о возможной допэмиссии в 2024 г. EBITDA в 4К24 снизилась на 23% к/к, хотя цены на пиломатериалы в Китае начали восстанавливаться (+14% к/к). Основной позитивной новостью была прогнозируемая допэмиссия с привлечением стратегического инвестора, но мы также ожидаем, что в ней будет участвовать и основной контролирующий акционер — АФК «Система», возможно с сохранением контроля. Ожидаем свыше 15% за полгода — привлекательно (подробнее в нашем отчете).

На рынок замещающих облигаций вышли ВТБ и РЖД. ВТБ 25 марта начал размещение бумаг серий ЗО-24, ЗО-35 и ЗО-Т1 к еврооблигациям с погашением в 2024-35 гг., номинированным в швейцарских франках и долларах США, и бессрочным долларовым выпускам. РЖД 29 марта начинает замещение еврооблигаций с погашением в 2026 г. номинированным в рублях и швейцарских франках, на локальные бумаги ЗО26-2-Р и ЗО26-1-ФР, а в апреле-июне 2024 г. планируется регистрация замещающих выпусков к остальным евробондам. Стабильный поток замещений нивелируется риторикой ФРС о достижении пика ставки в текущем цикле и приближении благоприятного сценария «мягкой посадки» со снижением ставки на 75 б.п. до конца 2024 г. (первое снижение ставки с вероятностью 64% ожидается уже в июне). Считаем, что риски сбалансированы, и при стабильном рубле сохраняем нейтральный взгляд на рынок валютных облигаций.

Взгляд на рынок: умеренно позитивный

Среднесрочный портфель в рублях (№ 1)

Облигация	YTW[1]	Дюрация	Спред
Легенда БО 001Р-04	20.6%	0.5	595
Газпром нефть БО 003Р-10R*	18.5%	0.0	181
ОФЗ-ПД 26244 15/03/34	13.4%	6.0	0
Segezha 002Р-05R	28.2%	1.7	1455
Ритейл Бел Финанс 001Р-02	17.1%	1.8	348
Каршеринг Руссия 001Р-02	16.4%	1.9	289
ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	13.5%	6.9	0
АО Авто Финанс БО-001Р-11*	19.2%	0.2	246
ГТЛК БО 002Р-03*	19.5%	0.2	279
Брусника 002Р-02	17.8%	1.3	351
Итого в среднем	18.4%	2.0	510

* с переменным купоном
Источник: БКС Мир инвестиций

Долгосрочный портфель в рублях (№ 2)

Облигация	YTW	Дюрация	Спред
ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	13.5%	6.9	0
Сбербанк 002СУБ-02R**	20.0%	1.9	647
Россельхозбанк обл. 01Т1**	19.4%	3.2	630
Банк ВТБ ПАО СУБ-Т2-1**	31.6%	1.8	1807
Газпром капитал О 001Б-02**	18.8%	1.6	500
РЕСО-Лизинг ООО БО-П-22	16.1%	2.0	266
Segezha 002Р-05R	28.2%	1.7	1455
ГТЛК БО 002Р-03	19.5%	0.2	279
АО Авто Финанс БО-001Р-11	19.2%	0.2	246
Брусника 002Р-02	18.5%	1.3	174
Итого в среднем	20.5%	2.1	718

* с переменным купоном
** для квалифицированных инвесторов
Источник: БКС Мир инвестиций

Среднесрочный портфель в валюте (№ 3)

Облигация	YTW	Дюрация	FX
Газпром капитал ЗО37-1-Д	6.7%	8.8	USD
ГТЛК ЗО29-Д	7.8%	4.4	USD
Газпром Капитал БЗО26-1-Е	21.7%	1.8	EUR
Газпром капитал ЗО28-1-Е	6.4%	4.4	EUR
МКПАО ОК Русал БО-05	7.7%	0.3	CNY

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика рублевых портфелей

Источник: БКС Мир инвестиций, МосБиржа, QUICK

[1] Доходность к погашению или к колл-опциону в случае наличия

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397-000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты *(подробнее см. на последней странице)*. © 2024 ООО «Компания БКС». Все права защищены

Эмитенты и выпуски

Кредитные метрики Легенда

МСФО, RUB млрд	2021	2022	12M
Выручка	10.8	8.2	9.4
Скорр. EBITDA	2.4	2.3	3.2
Рент-ть по EBITDA	23%	29%	34%
Чистая прибыль	0.8	0.2	0.7
FCF после %	-2.7	-8.1	-17.2
Чистый долг	14.2	9.8	15.3
Чистый долг/EBITDA	5.8	4.2	4.7

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Легенда

Легенда БО 001P-04R (портфель № 1)

- Легенда (АКРА: BBB(RU), Эксперт РА ruBBB-), девелопер жилья премиум-класса в Санкт-Петербурге, показала улучшение показателей бизнеса в 1П23: рентабельность по EBITDA – 38%, почти лучшая в отрасли, а EBITDA и выручка выросли на 30-40% г/г. Чистый долг и долговая нагрузка LTM вырос из-за инвестиций в новое строительство и худшего 2П22 во всей отрасли. Ожидаем рекордных показателей в 2023 г. и снижения долговой нагрузки до уровня менее чем 4.0x в 2023 г. Рынок также фиксирует повышенную активность в строительстве в этом году. Акционеры и топ-менеджмент: В. Селиванов (67.5%), А. Клюев (27.5%) и А. Лукьянов (5%) – бывшие топ-менеджеры петербургского девелопера Setl Group..
- Выпуск БО 001P-04R – ожидаем падения доходности после выхода отчетности за 2023 г. или снижения ключевой ставки. Ожидаем доход от Легенда БО 001P-04 (YTM 20.6%) 9% за полгода..

Кредитные метрики Газпром нефти

МСФО, $ млрд	2021	1П23	2023П
Выручка	41.7	20.1	40.5
Скорр. EBITDA	10.0	6.9	15.0
Рент-ть по EBITDA	24%	34%	37%
Чистая прибыль	7.1	4.0	7.6
FCF после %	5.6		
Чистый долг	3.4	7.7	7.7
Чистый долг/EBITDA	0.3	0.7	0.5

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Газпром нефть

Серия 003P-10R (портфель №1)

- Российская вертикально интегрированная нефтяная компания Газпром нефть – компания первого эшелона с сильной собственной кредитоспособностью и сильной господдержкой, как конечного контролирующего акционера через Газпром. Долговая нагрузка очень низкая – 0.5x по показателю Чистый Долг/EBITDA.
- Выпуск с переменным купоном (купон составляют ключевая ставка + 1.3%). Ожидаем доход 10% за полгода. Облигация торгуется на 0.5% ниже по цене аналогичной, а условная доходность 18.5% – максимальная среди бумаг эмитентов первого эшелона.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций нейтральный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 1050.

Кредитные метрики Segezha

МСФО, RUB млрд	2022	LTM	2024*
Выручка	107	91	
Скорр. EBITDA	21	9	25
Рент-ть по EBITDA	20%	10%	
Чистая прибыль	6	-11	
FCF после %	0	-4	
Чистый долг	133	150	
Чистый долг/EBITDA	6.2	16.1	5.7

* прогноз при курсе 95/$ и неизменности цен.
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Segezha

Серия 002P-05R (портфели № 1 и № 2)

- Segezha занимается лесозаготовкой и деревообработкой, кейс основан на слабом рубле и поддержке от 62%-ного акционера АФК «Система». Компания сильно пострадала из-за санкций – пришлось перенаправить часть продукции из Европы в Китай, что сильно увеличило издержки. Ожидаем снижения долговой нагрузки с заоблачных 17x до 5.5x в 2024 г. на фоне слабого рубля по 95/$ – эффект уже есть во 2К23, когда EBITDA увеличилась в 3 раза при среднем курсе 81/$. Долговая нагрузка Системы около 3.8x по показателю Чистый Долг/EBITDA, дополнительно 1x+ EBITDA – стоимость 33%-ной доли в Озон. Помощь Segezha при этом никак не повлияет на долговую нагрузку. Пропорционально консолидированная EBITDA RUB 150-160 млрд, из которых на стабильный бизнес МТС приходится 70%.
- Ожидаем снижения доходности до более приемлемых 22% или +7% к выпускам АФК «Система», потенциальный доход 23% за полгода и 36% за год.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций негативный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 3.7.

Кредитные метрики Авто Финанс Банка

МСФО RUB млрд	2021	2022	2023
Активы	113	85	106
Кредиты	109	83	104
NPL 90+	н/д	н/д	н/д
Чистая прибыль	3	2	3
Стоимость риска	-0.7%	-1.2%	-0.7%
Собст-й капитал	28	30	33
Дост-ть капитала	22.5%	38.0%	38.7%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Авто Финанс Банк

Серия 001P-11 (портфель № 1 и №2)

- Авто Финанс Банк (ранее РН Банк – бывший банк Альянса Рено-Ниссан-Мицубиси) – крупный специализированный банк группы «АвтоВАЗ», выдающий автокредиты. Бизнес и финансовый риски Авто Финанс банка низкие: автомобили – ликвидные залоги, дорожающие в кризис (в 2022 прибыль упала только на 33%). Банк характеризуется очень высокой достаточностью капитала – 39%. Конечный акционер банка – это на 100% государство через 100% ФГУП НАМИ, владеющее 100% Автоваза, которому, в свою очередь, на 100% принадлежит банк.
- Условная доходность – 19.2%, за полгода ожидаем 10%– привлекательно (подробнее в нашем отчете).

Кредитные метрики Евроторг (Ритейл Бел Ф.)

МСФО, $ млн	2021	2022	1П23 12М
Выручка	2 266	2 549	2 446
Скорр. EBITDA	256.4	312.2	292.3
Рент-ть по EBITDA	11%	12%	12%
Чистая прибыль	113.6	182.6	44.4
FCF после %	100.8	93.7	123.4
Чистый долг	696.1	509.6	464.4
Чистый долг/EBITDA	2.7	1.6	1.6

* исключили эффект от финансового дивизиона опер. лизинга
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Кредитные метрики Каршеринг Руссия

МСФО, RUB млрд	2022	12М	2023П
Выручка	15.2	18.6	20.9
Скорр. EBITDA	3.8	5.8	6.3
Рент-ть по EBITDA	25%	31%	30%
Чистая прибыль	-0.2	1.1	2.0
FCF после %	1.4	1.9	3.9
Чистый долг	13.9	19.8	15.8
Чистый долг/EBITDA	3.6	3.4	2.5

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Кредитные метрики России

Показатели	2021	2022	2023
ВВП (RUB трлн)	131	152	171
Рост ВВП	4.7%	-2.1%	3.6%
Баланс бюджета/ВВП	1.0%	-2.2%	-1.9%
Текущий счет/ВВП	7%	13%	2%
Долг/ВВП	17%	15%	13%
(ЗВР+д/с)/ВВП	36%	16%	16%
(Долг-ЗВР)/ВВП	-19%	-1%	-2%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Кредитные метрики Брусника

МСФО, RUB млрд	2022	12М	2023П
Выручка	36	42	56
Скорр. EBITDA	7	9	15
Рент-ть по EBITDA	19%	22%	27%
Чистая прибыль	1	3	7
FCF после %	-46	-54	н/д
Чистый долг	36	54	59
Чистый долг/EBITDA	5.1	5.8	3.8

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Кредитные метрики ВТБ

МСФО, RUB млрд	2020	2021	2022
Активы	18 142	20 860	24 424
Кредиты	12 264	13 792	16 312
NPL 90+	5.7%	4.0%	4.1%
Чистая прибыль	75	327	-613
Стоимость риска	-2.0%	-0.8%	-2.6%
Собст-й капитал	1 723	2 222	1 531
Дост-ть капитала	9.9%	10.4%	10.0%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Ритейл Бел Финанс
Серия 001Р-02 (портфель № 1)

- Ритейл Бел Финанс – это специальная компания для привлечения долга белорусского продуктового ритейлера Евроторг (аналог российских X5 и Магнит). Доля рынка в Беларусии 20%, низкой долговой нагрузкой 1.6x по показателю Чистый Долг/EBITDA и рентабельностью по EBITDA 12% – не хуже, чем в среднем по рынку.
- Ожидаем снижения доходности на 1-2% в течение полугода по выпуску 001Р-02, что позволит заработать доход 9-10% за полгода.

Каршеринг Руссия (бренд Делимобиль)
Серия 001Р-02 (портфель № 1)

- Делимобиль недавно провел IPO, что способствовало снижению долговой нагрузки до среднего уровня 2.5x по показателю Чистый Долг/EBITDA, а также продемонстрировал сильный рост выручки (+37%) и прибыли (свыше 100% – вышел из убытка в прибыль) в 2023 г. Компания продолжает занимать около 50% рынка каршеринга в Московском регионе.
- Считаем, что при снижении ключевой ставки во 2П24 облигации могут потерять в доходности 1.5%, что может принести потенциальный доход 10% за полгода по выпуску Каршеринг Руссия 001Р-02 с YTM 16.4% (подробнее см. наш отчет).

Россия
Серия 26244 (портфель № 1)
Серия 26243 (портфель № 1 и №2)

- У России отрицательный чистый долг и растущая экономика.
- YTM 13.5% по ОФЗ 26243 и 26244 на 0.2% выше кривой ОФЗ из-за их первичного размещения – закончится в течение 2-х месяцев. YTM 13.5% соответствует уровням марта 2022 г., когда после месячной паузы торги госбумагами возобновились. Считаем, что доходности длинных ОФЗ слишком сильно упали, и на этих уровнях бумаги привлекательны для покупки. Дополнительным драйвером могут стать комментарии Минфина по планам на 2К24 (подробнее см. наш отчет).

Брусника
Серия 002Р-02 (портфель № 1 и №2)

- Меняем Ленэнерго на новый выпуск Брусники 002Р-02 с доходностью 17.8% и потенциалом 10% за полгода и 19% на год. Брусника – региональный девелопер, который отлично отчитался за 2023 г.: продажи выросли на 119%, маржа по EBITDA – хорошая (27%), долговая нагрузка по показателю Чистый Долг/EBITDA снизилась до 3.8x с 5.1x. Ожидаем похожего роста в будущем и дальнейшего снижения долговой нагрузки.
- Считаем облигации серии 002Р-02 с YTM 17.8% на 1.5 года недооцененными по доходности относительно сектора на 1-1.5% и на 2% относительно собственной кривой. Потенциальный доход за полгода 10% – привлекательно (см. наш отчет).

ВТБ
Серия СУБ-Т2-1 (только для квалифицированных инвесторов, портфель № 2)

- ВТБ – второй крупнейший российский банк с хорошим качеством активов, прибыльностью и господдержкой (у государства 61%+ акций), но сильно пострадавший от санкций. Критической проблемы с капиталом не ожидается, что подтверждается сентябрьским отчетом агентства АКРА.
- Выпуск СУБ-Т2-1 – субординированная облигация без возможности отмены, списания и/или приостановки выплаты купонов вне рамок санации/временной администрации и/или снижения норматива акционерного капитала менее 2%. Расчетная доходность к погашению через 8 лет 16.5%, к колл-опциону – 31.6% (после колл-опциона купон равен сумме доходности 5-летних ОФЗ и 2.2%) с потенциалом снижения на 3% и 8% (доход 31%+). Ожидаем восстановления цены к дате начала выплаты дивидендов и купонов по бессрочным облигациям. Потенциальный доход составляет 30%+ по ВТБ за год.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций позитивный взгляд на акции банка с целевой ценой RUB 0.044.

Кредитные метрики Сбера

МСФО, RUB млрд	2020	2021	2022
Активы	36 016	41 165	41 871
Кредиты	23 386	27 095	29 373
NPL 90+	5.5%	4.6%	н/д
Чистая прибыль	783	1 181	270
Стоимость риска	-1.8%	-0.6%	-2.4%
Собственный капитал	5 047	5 645	5 915
Дост-ть капитала	14.6%	14.3%	14.8%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Сбер

Серия 002СУБ-02R (только для квалифицированных инвесторов, портфель № 2)

- Сбер — №1 крупнейший российский банк с отличным качеством активов, прибыльностью и не нуждающийся в господдержке (у государства 50%+ акций).
- Выпуск 002СУБ-02R — субординированная облигация без возможности отмены, списания и/или приостановки выплаты купонов вне рамок санации/временной администрации и/или снижения норматива акционерного капитала менее 2%. Расчетная доходность к погашению через 8 лет 20.0%, к колл-опциону — 30.7% (после колл-опциона купон равен сумме доходности 5-летних ОФЗ и 1.5%) с потенциалом снижения на 1% и 5%. Ожидаем восстановления цены выпуска после нормализации ситуации с сильно субординированными облигациями ВТБ.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций позитивный взгляд на акции банка с целевой ценой RUB 410 (обычка и преф).

Кредитные метрики РСХБ

МСФО RUB млрд	2019	2020	9М21
Активы	3 216	3 820	3 886
Кредиты	2 165	2 692	2 779
NPL 90+	14.5%	9.5%	н/д
Чистая прибыль	4	13	14
Стоимость риска	-1.8%	-1.2%	-1.0%
Собст-й капитал	199	235	248
Дост-ть капитала	9.9%	9.8%	10.0%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Россельхозбанк (РСХБ)

Серия 01Т1 (только для квалифицированных инвесторов, портфель №2)

- РСХБ — госбанк (100% напрямую у государства), позиционирующийся как институт развития и поддержки сельского хозяйства, практически ежегодно докапитализирующийся на RUB 30 млрд. За последние 5 лет объем докапитализации составил RUB 150 млрд, в том числе RUB 17 млрд в январе 2023 г.
- Выпуск 01Т1 — бессрочная субординированная рублевая облигация с возможностью отмены купонов по усмотрению эмитента и списания при ухудшении норматива акционерного капитала ниже 5.125%. Мы считаем, что с учетом последней докапитализации в 2023 г., среднего размера банка, 100%-го прямого владения государством, публичного официального заявления о намерении продолжать выплаты по бессрочным выпускам и оценочно низкого санкционного эффекта банк не будет отменять купоны по таким облигациям, и ему не потребуется существенная докапитализация. Доходность к ближайшему колл-опциону через 5 лет — 19.4%, а расчетная к последующим — 15% (купон после первого колл-опциона определяется как доходность 10-летней ОФЗ + 2.6%), справедливый спред 2.5%, т.к. ликвидность лучше, чем у ВТБ. Ожидаем восстановления цены облигации после нормализации ситуации с сильно субординированными бумагами ВТБ.

Кредитные метрики ГТЛК

МСФО RUB млрд	2021	2022	1П23
Активы	1 072	971	920
Кредиты	830	739	734
NPL 90+	14.1%	20.4%	н/д
Чистая прибыль	1	-53	1
Стоимость риска	-1.5%	-4.7%	-0.8%
Собст-й капитал	135	123	134
Дост-ть капитала	16.3%	16.6%	18.3%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

ГТЛК

Серия 002Р-03 (портфель №1 и №2)

Серия 3О29-Д (портфель №3)

- ГТЛК — финансовый институт поддержки транспортной отрасли РФ посредством лизинга. Основа кредитоспособности — поддержка 100%-ного акционера государства, что выражается в практически ежегодной докапитализации и получении льготных кредитов. Кейс Роснано подтверждает господдержку. Качество активов удовлетворительное, крупнейший заемщик Аэрофлот (18% от портфеля кредитов). Достаточность капитала с учетом возможного недорезервирования в отчетности средняя.
- Выпуск 002Р-03 с условной YTM 19.5 % имеет лучшую доходность среди облигаций 2-ого эшелона, ожидаем доход 10% за полгода и 18.6% за год.
- Выпуск 3О29-Д с YTM 7.9% предлагает спред к Лукойл 3О-27 в размере 3.2% и может снизиться в доходности на 2%, ожидаем потенциальный доход до 9% за полгода.

Кредитные метрики РЕСО-Лизинг

МСФО RUB млрд	2021	2022	1П23 LTM
Активы	97	105	122
Кредиты	86	94	103
Чистая прибыль	6	8	8
Стоимость риска	0.6%	-0.2%	-0.8%
Собст-й капитал	21	23	23
Дост-ть капитала	25%	24%	23%
NPL 90+	0.4%	1.2%	0.7%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

РЕСО-Лизинг

Серия БО-П-22 (портфель №2)

- РЕСО-Лизинг — лучшая компания в стабильном сегменте автолизинга, который показывает контрцикличность в кризис, так как обесценение рубля приводит к росту стоимости залога — иномарок и уменьшению кредитных убытков.
- Выпуск БО-П-22 — торгуется с доходностью 16.1%, что на уровне Балтийского Лизинга, при более хорошем кредитном качестве по всем трем ключевым рискам — бизнес, финансовому и акционерному. Ожидаем доход 9%+ за полгода (см. наш отчет).

Кредитные метрики Газпрома

МСФО, $ млрд	2020	2021	2022
Выручка	83	139	170
Скорр. EBITDA	21	52	59
Рент-ть по EBITDA	25%	37%	35%
Чистая прибыль	2	29	19
FCF после %	5	12	-4
Чистый долг	55	39	58
Чистый долг/EBITDA	2.6	0.8	1.0

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Газпром

ЗО37-1-Д, ЗО28-1-Е, БЗО26-1-Е (портфель № 3)

Серия 001Б-02 (только для квалифицированных инвесторов, портфель № 2)

- Газпром (поручитель/оферент по облигациям) добывает газ и нефть, владеет газотранспортной системой в России и обладает монополией на экспорт по трубе. В 2022 г. выручка от газа, нефти и прочего составила 66%, 29% и 5%, EBITDA — 62%, 33% и 5% соответственно. Себестоимость добычи газа и нефти одна из самых низких в мире. Долговая нагрузка очень низкая: коэффициент Чистый долг/EBITDA составляет 1.0x, и мы ожидаем его сохранения на низком уровне — 1.5-2.0x. Риск ликвидности/рефинансирования низкий благодаря денежным средствам в $17 млрд (достаточно для погашения всех долгов в течение года и более), господдержке. Акционеры: Российская Федерация (прямо и косвенно) — 50.2%, в свободном обращении — 49.8%.
- Выпуск ЗО37-1-Д предлагает спред к замещающему Лукойл-31 при сопоставимых кредитных рисках в размере 1.7%.
- БЗО26-1-Е торгуется с доходностью на 5.0% выше соответствующей долларовой, но должно быть наоборот, исходя из паритета процентных ставок для USD и EUR.
- 001Б-02 — аналогичная валютным бессрочная субординированная облигация, торгуется с доходностью 19.0%. Ожидаем снижения спреда ближе к дате колл-опциона.
- ЗО28-1-Е предлагает спред к выпуску Лукойл-27 при сопоставимых рисках 1.8%. С учетом паритета процентных ставок для USD и EUR видим потенциал снижения доходности 2.8%, потенциальный доход 14% за полгода.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций нейтральный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 230.

Кредитные метрики UC Rusal

МСФО, $ млн	2020	2021	2022
Выручка	8 566	11 994	13 974
Скорр. EBITDA	871	2 893	2 028
Рент-ть по EBITDA	10.2%	24.1%	14.5%
Чистая прибыль	70	3 225	1 793
FCF после %	461	-418	-2 079
Чистый долг	5 413	4 582	6 172
Чистый долг/EBITDA	6.2	1.6	3.0

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

UC Rusal

Серия БО-05 (портфель №3)

- UC Rusal — российский производитель алюминия с мировой долей 5% (10% без Китая). Себестоимость производства алюминия — одна из лучших в мире из-за низкой стоимости электроэнергии (30%). Также компания владеет 28%-ной долей в Норильском никеле с текущей рыночной стоимостью более $8 млрд. Долговая нагрузка — средняя, но с учетом дивидендов Норникеля и обесценения рубля — низкая (прогнозируется снижение чистого долга до нуля в течение двух лет при умеренных дивидендах). Акционеры: EN+ (57%), SUAL Partners (25%), в свободном обращении — 18%.
- Выпуск БО-05 — из-за прогнозного отрицательного чистого долга и наличия международного бизнеса в размере 20% от EBITDA облигации могут торговаться с доходностью, близкой к бумагам Полюса и Роснефти.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций негативный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 38.

27 марта 2024 г.

Среднесрочный портфель в рублях

ISIN	Выпуск	Эмитент	Погашение	Оферта (раннее пог-е)	Купон, %	Цена, % от ном.	Дюр-ия, лет	YTM, %	Спред к ОФЗ, б.п.
RU000A102Y66	Легенда БО 001Р-04	Легенда	08.04.2025	нет	10.0	95.6	0.5	20.6	595
RU000A107UW1	Газпром нефть БО 003Р-10R*	Газпром нефть	12.02.2027	нет	17.3	100.4	0.0	18.5	181
RU000A1074G2	ОФЗ-ПД 26244 15/03/34	ОФЗ 26244	15.03.2034	нет	11.3	90.4	6.0	13.4	0
RU000A1053P7	Segezha 002P-05R	Segezha	30.07.2037	12.02.2026	10.7	77.7	1.7	28.2	1455
RU000A102TR4	Ритейл Бел Финанс 001Р-02	Евроторг	05.03.2026	нет	10.3	90.6	1.8	17.1	348
RU000A106A86	Каршеринг Руссия 001Р-02	Делимобиль	22.05.2026	нет	12.7	95.0	1.9	16.4	289
RU000A106E90	ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	ОФЗ 26243	19.05.2038	нет	9.8	78.9	6.9	13.5	0
RU000A107HR8	АО Авто Финанс Банк БО-001Р-11*	Авто Финанс Банк	24.12.2026	нет	18.5	101.2	0.2	19.2	246
RU000A107TT9	ГТЛК БО 002Р-03*	ГТЛК	02.02.2039	19.05.2027	18.3	100.2	0.2	19.5	279
RU000A107UU5	Брусника 002Р-02	Брусника	28.03.2027	16.09.2025	16.2	99.7	1.3	17.8	351
Итого среднее							2.0	18.4	510

* с переменным купоном
Источник: БКС Мир инвестиций

Долгосрочный портфель в рублях

ISIN	Выпуск	Эмитент	Погашение	Оферта (раннее пог-е)	Купон, %	Цена, % от ном.	Дюр-ия, лет	YTM, %	Спред к ОФЗ, б.п.
RU000A106E90	ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	ОФЗ 26243	19.05.2038	нет	9.8	78.9	6.9	13.5	0
RU000A102HC1	Сбербанк 002СУБ-02R**	Сбербанк	11.03.2031	17.03.2026	7.0	81.0	1.9	20.0	647
RU000A0ZZ4T1	Россельхозбанк (АО) обл. 01Т1**	РСХБ**	нет	12.04.2028	9.0	73.6	3.2	19.4	630
RU000A102879	Банк ВТБ ПАО СУБ-Т2-1**	ВТБ**	02.04.2031	08.04.2026	7.6	68.0	1.8	31.6	1807
RU000A1039A8	Газпром капитал ООО 001Б-02**	Газпром**	нет	19.12.2025	8.5	86.3	1.6	18.8	500
RU000A106DP3	РЕСО-Лизинг ООО БО-П-22	РЕСО-Лизинг	03.06.2033	12.06.2026	10.9	91.6	2.0	16.1	266
RU000A1053P7	Segezha 002P-05R	Segezha	30.07.2037	12.02.2026	10.7	77.7	1.7	28.2	1455
RU000A107TT9	ГТЛК БО 002Р-03*	ГТЛК	02.02.2039	19.05.2027	18.3	100.2	0.2	19.5	279
RU000A107HR8	АО Авто Финанс Банк БО-001Р-11	Авто Финанс Банк*	24.12.2026	нет	18.5	101.2	0.2	19.2	246
RU000A107UU5	Брусника 002Р-02	Брусника	28.03.2027	16.09.2025	16.2	99.7	1.3	17.8	351
Итого среднее							2.1	20.4	711

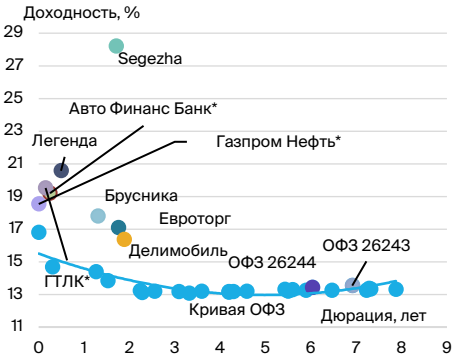
* с переменным купоном
** для квалифицированных инвесторов
Источник: БКС Мир инвестиций

Среднесрочный портфель в валюте

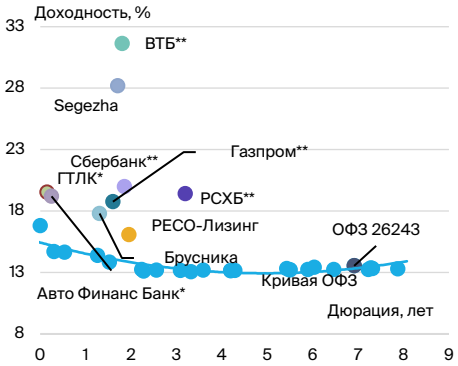
ISIN	Выпуск	Эмитент	Погашение	Оферта (раннее пог-е)	Купон, %	Цена, % от ном.	Дюр-ия, лет	YTM, %	Валюта
RU000A105RH2	Газпром капитал ООО 3О37-1-Д	Газпром	16.08.2037	нет	7.3	106.2	8.8	6.7	USD
RU000A107D58	ГТЛК 3О29-Д	ГТЛК	27.02.2029	нет	4.4	86.9	4.4	7.8	USD
RU000A105QX1	Газпром Капитал БЗО26-1-Е	Газпром	нет	26.01.2026	3.9	75.2	1.8	21.7	EUR
RU000A105BY1	Газпром капитал ООО 3О28-1-Е	Газпром	17.11.2028	нет	1.9	82.3	4.4	6.4	EUR
RU000A105104	МКПАО ОК Русал БО-05	Русал	28.07.2027	31.07.2024	3.9	98.8	0.3	7.7	CNY

Источник: БКС Мир инвестиций

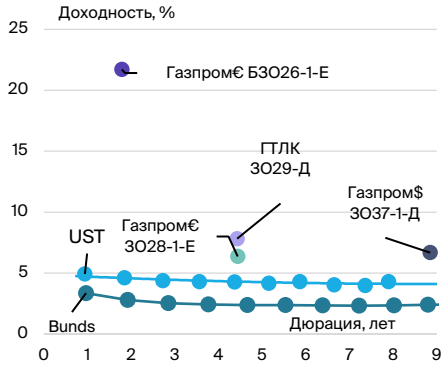
Карта доходности облигаций в среднесрочном портфеле в рублях на 27 марта 2024 г.



Карта доходности облигаций в долгосрочном портфеле в рублях на 27 марта 2024 г.



Карта доходности облигаций в среднесрочном портфеле в валюте на 27 марта 2024 г.



* с переменным купоном
** для квалифицированных инвесторов
Источник: БКС Мир инвестиций

БКС МИР ИНВЕСТИЦИЙ

Аналитический департамент

+7 (495) 785 5336

Руководитель аналитического департамента

Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru

Руководитель группы выпуска и контента

Ольга Сибиричева
sibirichevaov@bcs.ru

Старший экономист
Илья Федоров
fedoroviy@bcs.ru

Аналитик по рынку
Юлия Голдина
goldinays@bcs.ru

Международные рынки акций
Егор Дахтлер
dakhtlerev@bcs.ru

Денис Буйволов, CFA
buyvolovda@bcs.ru

Айнур Дуйсембаева, CFA
duysembaevaa@bcs.ru

Анатолий Клим
klimaa@bcs.ru

Сергей Потапов
potapovso@bcs.ru

Группа выпуска
Николай Порохов
porokhovnv@bcs.ru

Елена Косовская
kosovskayaev@bcs.ru

Ольга Донцова
dontsovaoy@bcs.ru

Антон Остроухов
ostroukhovas@bcs.ru

Татьяна Курносенко
kurnosenkots@bcs.ru

Наталья Бокарева
bokarevann@bcs.ru

Мария Седова
sedovami@bcs.ru

Стратегия
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru

Юлия Голдина
goldinays@bcs.ru

Металлургия и добыча
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru

Дмитрий Казаков
kazakovda@bcs.ru

Ахмед Алиев
alievab@bcs.ru

Макроэкономика/Валюта
Илья Федоров
fedoroviy@bcs.ru

Анатолий Трифонов
trifonovae@bcs.ru

Международные рынки облигаций

Антон Куликов
kulikovan@bcs.ru

Виктория Деркач
derkachvv@bcs.ru

Нефть и газ
Рональд Смит
smitr@bcs.ru

ТМТ / Потребсектор
Мария Суханова
msukhanova@bcs.ru

Технический анализ
Василий Буянов
buyanovvv@bcs.ru

Финансовый сектор / Девелопмент
Елена Царева
tsarevaev@bcs.ru

Электроэнергетика / Транспорт / Удобрения
Дмитрий Булгаков
bulgakovds@bcs.ru

Специалист по данным

Михаил Скорина
skorinaml@bcs.ru

Бизнес-менеджер

Анастасия Сенькина
senkinaav@bcs.ru

Продажа аналитических продуктов

butroiv@bcs.ru

Консультационное брокерское обслуживание

+7 (495) 213 1571

Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. В случае необходимости получения индивидуальных инвестиционных рекомендаций, Вам необходимо заполнить Анкету об определении инвестиционного профиля и заключить с ООО «Компания БКС» Договор об инвестиционном консультировании в порядке, предусмотренном Регламентом оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС».

Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397- 000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты.

Информация не может рассматриваться как публичная оферта, предложение или приглашение приобрести, или продать какие-либо ценные бумаги, иные финансовые инструменты, совершить с ними сделки. Информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений, уровня риска, размера издержек, безубыточности инвестиций. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Не является рекламой ценных бумаг. Перед принятием инвестиционного решения Инвестору необходимо самостоятельно оценить экономические риски и выгоды, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки, свою готовность и возможность принять такие риски. Клиент также несет расходы на оплату брокерских и депозитарных услуг, подачу поручений по телефону, иные расходы, подлежащие оплате клиентом. Полный список тарифов ООО «Компания БКС» приведен в приложении №11 к Регламенту оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС» https://broker.ru/regulations. Перед совершением сделок вам также необходимо ознакомиться с: уведомлением о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг; информацией о рисках клиента, связанных с совершением сделок с неполным покрытием, возникновением непокрытых позиций, временно непокрытых позиций; заявлением, раскрывающим риски, связанные с проведением операций на рынке фьючерсных контрактов, форвардных контрактов и опционов; декларацией о рисках, связанных с приобретением иностранных ценных бумаг.

Необходимо отметить, что любой доход, полученный от инвестиций в финансовые инструменты, может изменяться, и что цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, инвесторы могут потерять либо все, либо часть своих инвестиций. Кроме того, историческая динамика котировок не определяет будущие результаты. Курсы обмена валют могут также негативно повлиять на цену, стоимость или доход от ценных бумаг или связанных с ними инвестиций, упомянутых в настоящем материале. Кроме того, не исключены валютные риски при инвестировании в депозитарные расписки компаний (ADR и GDR).

Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но ООО «Компания БКС» не дает никаких заверений или гарантий относительно точности данной информации. Мнения, содержащиеся в настоящем аналитическом материале, отражают текущие суждения аналитиков и могут быть изменены без предварительного уведомления. В связи с вышесказанным, этот материал не должен рассматриваться как единственный источник информации. Ни ООО «Компания БКС», ни ее филиалы и сотрудники не несут никакой ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, вытекающий из или каким-либо образом связанный с использованием информации, содержащейся в настоящем отчете, а также за ее достоверность.

Инвесторам следует помнить, что ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут иметь или уже имеют позиции в ценных бумагах, или позиции в производных инструментах на ценные бумаги, или других инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом материале, а также могут совершать или уже совершили рыночные или иные действия в качестве исполнителя сделок по этим бумагам или инструментам. Также, ООО «Компания БКС» и / или ее дочерние структуры могут предоставлять или уже предоставляют инвестиционно-банковские или консалтинговые услуги по ценным бумагам или инструментам, указанным в данном отчете, или исполнять функции члена совета директоров или наблюдательного совета в компаниях, упомянутых в данном отчете.

Этот материал не может быть распространен, скопирован, воспроизведен или изменен без предварительного письменного согласия со стороны ООО «Компания БКС». Дополнительную информацию можно получить в ООО «Компания БКС» по запросу.

© 2024 ООО «Компания БКС». Все права защищены