

19 апреля 2024 г.

Тактический взгляд: портфель облигаций Меняем Авто Финанс Банк на Ульяновскую область

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

Взгляд на рынок: умеренно позитивный

Среднесрочный портфель в рублях (№ 1)

Облигация	YTW ¹	Дюрация	Спред
ЛЕГЕНДА БО 001P-04	20.0%	0.4	474
ГМК Нор.никель БО-001P-07*	18.5%	0.0	154
ОФЗ-ПД 26244 15/03/34	13.7%	5.9	0
ГК Сегежа 002P-05R	28.2%	1.6	1416
Ритейл Бел Финанс 001P-02	17.2%	1.7	319
Мобильные ТелеСис 002P-05*	18.5%	0.0	177
ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	13.8%	6.8	0
Минфин Ульянов обл. 34008	16.6%	3.0	315
ГТЛК БО 002P-03*	19.2%	0.1	241
Брусника 002P-02	17.7%	1.3	320
Итого в среднем	18.3%	2.1	470

* с переменным купоном

Источник: БКС Мир инвестиций

Долгосрочный портфель в рублях (№ 2)

Облигация	YTW	Дюрация	Спред
ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	13.8%	6.8	0
Сбербанк 002СУБ-02R**	19.4%	1.8	550
Россельхозбанк обл. 01Т1**	19.9%	3.3	655
Банк ВТБ ПАО СУБ-Т2-1**	32.2%	1.8	1838
Газпром Капитал О 001Б-02**	19.6%	1.5	548
РЕСО-Лизинг ООО БО-П-22	16.2%	1.9	238
ГК Сегежа 002P-05R	28.2%	1.6	1416
ГТЛК БО 002P-03	19.3%	0.1	253
Минфин Ульянов обл. 34008	16.6%	3.0	315
Брусника 002P-02	17.7%	1.3	320
Итого в среднем	20.3%	2.3	679

* с переменным купоном

** для квалифицированных инвесторов

Источник: БКС Мир инвестиций

Среднесрочный портфель в валюте (№ 3)

Облигация	YTW	Дюрация	Валюта
Газпром Капитал 3037-1-Д	6.1%	8.9	USD
Газпром Капитал 3029-1-Д	5.8%	4.4	USD
Газпром Капитал Б3026-1-Е	19.6%	1.7	EUR
Газпром Капитал 3028-1-Е	6.1%	4.4	EUR
МКПАО ОК Русал БО-05	8.7%	0.3	CNY

Источник: БКС Мир инвестиций

Динамика рублевых портфелей



Источники: МосБиржа, QUICK, БКС Мир инвестиций

Мы сохраняем умеренно позитивный взгляд на долговой рынок в рублях и нейтральный – на рынок валютных облигаций. В портфелях №1, №2 меняем Авто Финанс Банк на Ульяновскую Область. Портфель №3 без изменений.

- Доходности ОФЗ стабилизировались на уровне до 13.95%
- Недельная инфляция замедлилась до 0.12% с 0.16% неделей ранее
- Рубль немного ослаб до 93-94/\$ – умеренно негативно
- Нефть Urals выше \$70/барр. – умеренно позитивно
- Среднесрочный в рублях – портфель № 1: добавляем Ульяновскую область
- Долгосрочный в рублях – портфель № 2: выделяем ГТЛК
- Среднесрочный в валюте – портфель № 3: ожидаем новые выпуски РЖД

Минфин не стал доразмещать ОФЗ 26243 на этой неделе, что снизило давление на максимальную доходность. Однако ключевое значение сейчас имеет объявление новых выпусков к размещению – будут это ОФЗ с фиксированным или переменным купоном. Решение в пользу гособлигаций с переменным купоном поддержит рынок, при этом стоит учитывать, что в прошлом году такое объявление было сделано в последние дни апреля. Статистика по инфляции пока умеренно негативная: апрельская инфляция в 2016-19 гг. составляла в среднем 0.4%, а за половину апреля этого года – уже достигла 0.3%. Вероятно, это и есть тот самый послевыборный эффект. В долгосрочной перспективе у нас умеренно позитивный взгляд на рынок, поскольку к 2025-26 г. мы ожидаем постепенного снижения доходностей длинных ОФЗ до 9-11% с более чем 13%.

Ульяновская область с YTM 16.6% – максимальная доходность среди субъектов РФ. Основа кредитоспособности региона – безусловная поддержка государства. В январе этого года глава Минфина Антон Силуанов заявил, что дефолтов регионов не будет. Долговая нагрузка средняя: соотношение Коммерческий долг/Доходы составляет 24%. Дефицит бюджета сокращается (4% от доходов). Рейтинг региона недавно был повышен. Акциз на пиво обеспечивает 17.5% доходной части бюджета и будет расти в 2025-26 гг. Считаем, что справедливый уровень доходности к погашению (YTM) облигаций серии 34008 не превышает 15.5%, по аналогии с Магаданской областью, где при похожем сроке YTM составляет 14.4%, но рейтинг всего лишь на одну ступень выше. Ожидаем доход 13% за полгода по облигации Ульяновская область 34008 (подробнее см. [наш отчет](#)).

Долгосрочный портфель в рублях – выделяем ГТЛК. Выпуск ГТЛК серии 002P-03 предлагает максимальную условную доходность во 2-м эшелоне с переменным купоном без квалификации. Основа кредитоспособности ГТЛК – господдержка. Крупнейшим клиентом ГТЛК является Аэрофлот. Мы считаем привлекательным выпуск ГТЛК БО 002P-03 и ожидаем доход 10% за полгода и 18% за год.

Среднесрочный портфель в валюте – РЖД пополнит рынок замещаек. До 24 апреля компания принимает оферты на замещение евробондов с погашением в 2025 г. и 2028 г. в RUB (ISIN XS1843442465, XS2271376498 и XS2318748956), а также выпуска с погашением в 2028 г. в CHF (CH0419041634) на облигации 3025-2-P, 3028-1-P, 3028-3-P, 3028-2-ФР. Ожидаем умеренное давление на рынок валютных облигаций со стороны замещающих аналогов, но видим снижение потенциала сокращения доходностей. Определенности по дальнейшей траектории ставки ФРС нет, а вероятность отсрочки «мягкой посадки» растет. На этом фоне мы наблюдаем рост доходностей UST и одновременное сужение спреда между госбумагами США и замещающими облигациями (за последние три месяца спред для длинных бумаг снизился на 100-110 б.п.). Меняем нейтральный взгляд на умеренно негативный при относительной стабильности рубля и предпочитаем держать средне- и долгосрочные выпуски в портфеле №3 без изменений.

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

19 апреля 2024 г.

Эмитенты и выпуски

Кредитные метрики Легенда

МСФО, RUB млрд	2021	2022	2023
Выручка	10.8	8.2	15.0
Скорр. EBITDA	2.4	2.3	4.1
Рент-ть по EBITDA	23%	29%	27%
Чистая прибыль	0.8	0.2	0.8
FCF после %	-2.7	-8.7	-17.9
Чистый долг	14.2	9.8	11.2
Чистый долг/EBITDA	5.8	4.2	2.7

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Кредитные метрики Норильского никеля

МСФО, \$ млрд	2021	2022	2023
Выручка	17.9	16.9	14.4
Скорр. EBITDA	11.7	8.6	6.7
Рент-ть по EBITDA	66%	51%	47%
Чистая прибыль	7.0	5.9	2.9
FCF после %	3.7	-0.2	2.2
Чистый долг	8.0	10.3	8.1
Чистый долг/EBITDA	0.7	1.2	1.2

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

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

Кредитные метрики Ульяновской области

RUB млрд	2021	2022	2023
ВРП	508	589	609
Рост ВРП	3.2%	-1.0%	3.5%
Доходы	82	89	94
Баланс бюджета/Доходы	-9.1%	-4.5%	-4.0%
Коммерч. долг	19	21	23
Коммерч. долг/Доходы	23%	24%	24%

Источники: данные региона, БКС Мир инвестиций

Легенда

Легенда БО 001P-04R (портфель №1)

- Легенда (АКРА: BVB(RU), Эксперт RA ruBVB-), девелопер жилья премиум-класса в Санкт-Петербурге, показал рост выручки и EBITDA почти вдвое в 2023 г. и сохранил рентабельность на высоком уровне — выше, чем в среднем по сектору. Долговая нагрузка средняя: Чистый Долг/EBITDA 2.7x. По отраслевым данным в марте 2024 г., объем выдачи ипотеки вырос почти до уровня прошлого года, а Легенда ожидает удвоения выручки 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 новый выпуск облигаций и падения доходности текущего выпуска на фоне хорошей отчетности. Ожидаем доход от Легенда БО 001P-04 (YTM 20.1%) 10% за полгода.

Норильский никель

Серия БО-001P-07 (портфель №1)

- Норильский никель занимается добычей и первичной переработкой никеля, меди, металлов платиновой группы (МПГ) и побочных продуктов с долей экспорта около 90%. Доля на мировом рынке палладия достигает 40%, а высокосортного никеля — 17%. По себестоимости входит в топ-10 лучших в мире. Долговая нагрузка низкая: Чистый Долг/EBITDA 1.2x.
- Ожидаем доход 10% за полгода по выпуску с переменным купоном (ключевая ставка + 1.3%). Облигация торгуется с условной доходностью 18.5% — почти максимальная среди бумаг эмитентов первого эшелона, а также имеет ежемесячные купонные выплаты, что более подходит розничным инвесторам.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций нейтральный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 18 000.

Segezha

Серия 002P-05R (портфели №1 и №2)

- Segezha занимается лесозаготовкой и деревообработкой. Кейс основан на слабом рубле и поддержке от 62%-го 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 был во 2К23, когда EBITDA увеличилась втрое при среднем курсе 81/\$. Чистый Долг/EBITDA Системы составляет около 3.8x, но погасить треть долга можно, продав долю в Озон. Помощь Segezha при этом никак не повлияет на долговую нагрузку. Пропорционально консолидированная EBITDA составляет 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.

Ульяновская область

Серия 34008 (портфель №1 и №2)

- Основа кредитоспособности — безусловная поддержка государства. В январе 2024 г. Антон Силуанов заявил, что дефолтов регионов не будет. Долговая нагрузка средняя: Коммерческий Долг/Доходы 24%. Дефицит бюджета сокращается (4% от доходов). Рейтинг недавно был повышен. Акциз на пиво дает 17.5% доходной части бюджета и будет расти в 2025-26 гг.
- Считаем, что справедливый уровень доходности по облигации серии 34008 не более 15.5%, по аналогии с Магаданской областью, где при похожем сроке YTM составляет 14.4%, но рейтинг всего лишь на одну ступень выше. Ожидаем доход 13% за полгода по облигации серии 34008 (подробнее см. наш отчет).

19 апреля 2024 г.

Кредитные метрики Евроторга

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 МТС

МСФО, RUB млрд	2021	2022	2023
Выручка	521	534	606
Скорр. EBITDA	225	220	234
Рент-ть по EBITDA	43%	41%	39%
Чистая прибыль	64	33	56
FCF после %	75	80	79
Чистый долг	393	384	441
Чистый долг/EBITDA	1.7	1.7	1.9

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 эмитента, 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 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. капитал	135	123	134
Дост-ть капитала	16.3%	16.6%	18.3%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

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

- Ритейл Бел Финанс — это специальная компания для привлечения долга белорусского продуктового ритейлера Евроторг (аналог российских X5 и Магнит). Доля рынка в Беларуси составляет 20%, долговая нагрузка низкая (Чистый Долг/EBITDA 1.6x), рентабельность по EBITDA 12% — не хуже, чем в среднем по рынку.
- Ожидаем снижения доходности на 1-2% в течение полугодия по выпуску 001P-02, что позволит получить доход 9-10% за полгода.

МТС**Серия 002P-05 (портфель № 1)**

- МТС — крупный мобильный оператор сотовой связи в России с долей рынка 31%, средней эффективностью (рентабельность по EBITDA 39%) и низкой долговой нагрузкой (Чистый Долг/EBITDA 1.9x). Основным акционером, АФК «Система», оказывает умеренно негативное влияние на МТС из-за долга на уровне холдинга.
- Выпуск 002P-05 с предлагает лучшую условную доходность 18.6% среди эмитентов 1-го эшелона. Средняя премия выпуска к 1-му эшелону и собственной кривой составляет 0.3-0.5%. Считаем, что такая премия может существенно снизиться, а потенциальный доход составит 10% за полгода по выпуску МТС 002P-05 с УТМ 18.6% (подробнее см. [наш отчет](#)).
- У аналитиков БКС Мир инвестиций позитивный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 380.

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

- У России отрицательный чистый долг и растущая экономика.
- УТМ 13.5% по ОФЗ 26243 и 26244 на 0.2% выше кривой ОФЗ из-за их первичного размещения — закончится в течение 2-х месяцев. УТМ 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 002P-02 (портфель № 1 и №2)**

- Региональный девелопер Брусника отлично отчитался за 2023 г.: продажи выросли на 119%, рентабельность по EBITDA хорошая (27%), долговая нагрузка снизилась (Чистый Долг/EBITDA 3.8x против 5.1x). Ожидаем похожего роста в будущем и дальнейшего снижения долговой нагрузки.
- Считаем облигации серии 002P-02 с УТМ 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](#)).

ГТЛК**Серия 002P-03 (портфель №1 и №2)****Серия 3029-Д (портфель №3)**

- ГТЛК — финансовый институт поддержки транспортной отрасли РФ посредством лизинга. Основа кредитоспособности — поддержка 100%-го 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 002P-03 с условной УТМ 19.5% имеет лучшую доходность среди облигаций 2-го эшелона, ожидаем доход 10% за полгода и 18.6% за год.
- Выпуск 3029-Д с УТМ 7.6% предлагает спред к Лукойл 30-27 в размере 3.3% и может снизиться в доходности на 1%, ожидаем потенциальный доход до 8% за полгода.

19 апреля 2024 г.

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. капитал	1 723	2 222	1 531
Дост-ть капитала	9.9%	10.4%	10.0%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

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

Кредитные метрики РСХБ

МСФО RUB млрд	2019	2020	9M21
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. капитал	199	235	248
Дост-ть капитала	9.9%	9.8%	10.0%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

Кредитные метрики РЕСО-Лизинг

МСФО, RUB млрд	2021	2022	1П23 12М
Активы	97	105	122
Кредиты	86	94	103
Чистая прибыль	6	8	8
Стоимость риска	0.6%	-0.2%	-0.8%
Собст. капитал	21	23	23
Дост-ть капитала	25%	24%	23%
NPL 90+	0.4%	1.2%	0.7%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

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 бессрчным 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.

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

- Сбер — №1 крупнейший российский банк с отличным качеством активов, прибыльностью, не нуждается 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 обыкновенные и привилегированные акции банка с целевой ценой RUB 410.

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

- РСХБ — госбанк (100% напрямую у государства), позиционируется как институт развития и поддержки сельского хозяйства, практически ежегодно докапитализируется на RUB 30 млрд. За последние пять лет объем докапитализации составил RUB 150 млрд, в том числе RUB 17 млрд в январе 2023 г.
- Выпуск 01Т1 — бессрчная 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 бессрчным 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 пять лет — 19.8%, а расчетная к последующим — 15% (купон после первого колл-опциона определяется как доходность 10-летней ОФЗ + 2.6%), справедливый спред 2.5%, поскольку ликвидность лучше, чем у ВТБ. Ожидаем восстановления цены облигации после нормализации ситуации с сильно субординированными бумагами ВТБ.

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% — 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).

19 апреля 2024 г.

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**3O37-1-Д, 3O28-1-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 3O37-1-Д предлагает спред к замещающему Лукойл-31 при сопоставимых кредитных рисках в размере 1.2%.
- БЗО26-1-Е торгуется с доходностью на 6.0% 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 18.6%. Ожидаем снижения спреда ближе к дате колл-опциона.
- 3O28-1-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 3.0%, потенциальный доход 14.5% за полгода.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций позитивный 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 может торговаться с доходностью, близкой к бумагам Полюса и Роснефти, из-за прогнозного отрицательного чистого долга и наличия международного бизнеса в размере 20% от EBITDA.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций негативный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 38.

19 апреля 2024 г.

Среднесрочный портфель в рублях

ISIN	Выпуск	Эмитент	Погашение	Оферта (раннее пог-е)	Купон, %	Цена, % от ном.	Дюр-ия, лет	УТМ, %	Сред к ОФЗ, б.п.
RU000A102Y66	ЛЕГЕНДА БО 001P-04	Легенда	08.04.2025	нет	10.0	96.3	0.4	20.0	474
RU000A1083A6	ГМК Норникель БО-001P-07	Норникель*	28.02.2029	нет	17.3	100.6	0.0	18.5	154
RU000A1074G2	ОФЗ-ПД 26244 15/03/34	Минфин	15.03.2034	нет	11.3	89.1	5.9	13.7	0
RU000A1053P7	ГК Сегежа 002P-05R	Сегежа	30.07.2037	12.02.2026	10.7	78.3	1.6	28.2	1416
RU000A102TR4	Ритейл Бел Финанс 001P-02	Евроторг	05.03.2026	нет	10.3	90.7	1.7	17.2	319
RU000A1083W0	Мобильные ТелеСистемы 002P-05	МТС*	23.09.2027	нет	17.3	100.0	0.0	18.5	177
RU000A106E90	ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	Минфин	19.05.2038	нет	9.8	77.7	6.8	13.8	0
RU000A1087F6	Минфин Ульяновской обл. 34008	Ульяновская обл.	05.04.2029	нет	16.0	101.1	3.0	16.6	315
RU000A107TT9	ГТЛК БО 002P-03	ГТЛК*	02.02.2039	19.05.2027	18.3	100.7	0.1	19.2	241
RU000A107UU5	Брусника 002P-02	Брусника	28.03.2027	16.09.2025	16.2	99.8	1.3	17.7	320
Итого среднее							2.1	18.3	470

* 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	УТМ, %	Сред к ОФЗ, б.п.
RU000A106E90	ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	Минфин	19.05.2038	нет	9.8	77.7	6.8	13.8	0
RU000A102HC1	Сбербанк 002СУБ-02R	Сбербанк**	11.03.2031	17.03.2026	7.0	81.8	1.8	19.4	550
RU000A0ZZ4T1	Россельхозбанк (АО) обл. 01T1	РСХБ**	нет	12.04.2028	9.0	72.8	3.3	19.9	655
RU000A102879	Банк ВТБ ПАО СУБ-Т2-1	ВТБ**	02.04.2031	08.04.2026	7.6	68.5	1.8	32.2	1838
RU000A1039A8	Газпром Капитал ООО 001Б-02	Газпром**	нет	19.12.2025	8.5	85.6	1.5	19.6	548
RU000A106DP3	РЕСО-Лизинг ООО БО-П-22	РЕСО-Лизинг	03.06.2033	12.06.2026	10.9	91.7	1.9	16.2	238
RU000A1053P7	ГК Сегежа 002P-05R	Сегежа	30.07.2037	12.02.2026	10.7	78.3	1.6	28.2	1416
RU000A107TT9	ГТЛК БО 002P-03	ГТЛК*	02.02.2039	19.05.2027	18.3	100.7	0.1	19.3	253
RU000A1087F6	Минфин Ульяновской обл. 34008	Ульяновская обл.	05.04.2029	нет	16.0	101.1	3.0	16.6	315
RU000A107UU5	Брусника 002P-02	Брусника	28.03.2027	16.09.2025	16.2	99.8	1.3	17.7	320
Итого среднее							2.3	20.3	679

* с переменным купоном

** для квалифицированных инвесторов

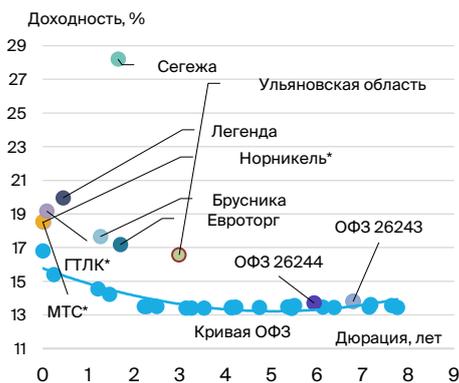
Источник: БКС Мир инвестиций

Среднесрочный портфель в валюте

ISIN	Выпуск	Эмитент	Погашение	Оферта (раннее пог-е)	Купон, %	Цена, % от ном.	Дюрация, лет	УТМ, %	Валюта
RU000A105RH2	Газпром Капитал ООО 3037-1-Д	Газпром	16.08.2037	нет	7.3	110.4	8.9	6.1	USD
RU000A105KU0	Газпром Капитал ООО 3029-1-Д	Газпром\$	27.01.2029	нет	4.4	88.2	4.4	5.8	USD
RU000A105QX1	Газпром Капитал БЗО26-1-Е	Газпром	нет	26.01.2026	3.9	79.4	1.7	19.6	EUR
RU000A105BY1	Газпром Капитал ООО 3028-1-Е	Газпром	17.11.2028	нет	1.9	83.6	4.4	6.1	EUR
RU000A105104	МКПАО ОК Русал БО-05	UC Rusal	28.07.2027	31.07.2024	3.9	99.0	0.3	8.7	CNY

Источник: БКС Мир инвестиций

Карта доходности в среднесрочном портфеле в рублях на 17 апреля

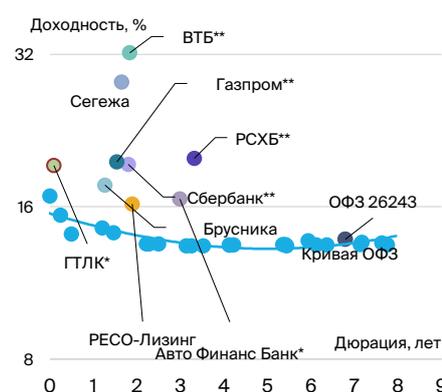


* с переменным купоном

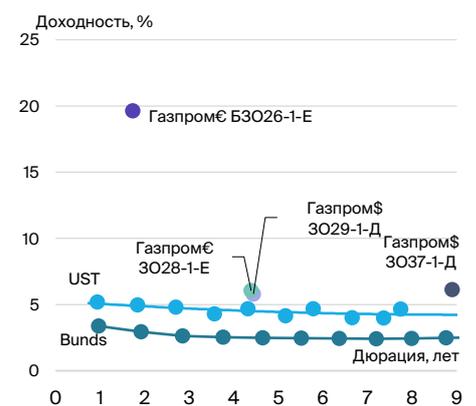
** для квалифицированных инвесторов

Источник: БКС Мир инвестиций

Карта доходности в долгосрочном портфеле в рублях на 17 апреля



Карта доходности в среднесрочном портфеле в валюте на 17 апреля



Руководитель аналитического департаментаКирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru**Старший экономист**
Илья Федоров
fedoroviy@bcs.ru**Стратегия**
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ruЮлия Голдина
goldinays@bcs.ru**Макроэкономика/Валюта**
Илья Федоров
fedoroviy@bcs.ruАнатолий Трифонов
trifonovae@bcs.ru**Нефть и газ**
Рональд Смит
smitr@bcs.ru**Финансовый сектор / Девелопмент**
Елена Царева
tsarevaev@bcs.ru**Аналитик по рынку**
Юлия Голдина
goldinays@bcs.ru**Металлургия и добыча**
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ruДмитрий Казаков
kazakovda@bcs.ruАхмед Алиев
alievab@bcs.ru**ТМТ / Потребсектор**
Мария Суханова
msukhanova@bcs.ru**Электроэнергетика / Транспорт / Удобрения**
Дмитрий Булгаков
bulgakovds@bcs.ru**Международные рынки акций**
Егор Дахтлер
dakhtlerev@bcs.ruДенис Буйволов, CFA
buyvolovda@bcs.ruАйнур Дуйсембаева, CFA
duysembaevaa@bcs.ruАнатолий Клима
klimaa@bcs.ruСергей Потапов
potapovso@bcs.ru**Международные рынки облигаций**Антон Куликов
kulikovan@bcs.ruВиктория Деркач
derkachw@bcs.ru**Технический анализ**
Василий Буянов
buyanovvv@bcs.ru**Специалист по данным**Михаил Скорина
skorinam@bcs.ru**Руководитель группы выпуска и контента**Ольга Сибиричева
sibirichevaov@bcs.ru**Группа выпуска**
Николай Порохов
porokhovnv@bcs.ruЕлена Косовская
kosovskayaev@bcs.ruОльга Донцова
dontsovaoy@bcs.ruАнтон Остроухов
ostroukhovas@bcs.ruТатьяна Курносенко
kurnosenkots@bcs.ruНаталья Бокарева
bokarevann@bcs.ruМария Седова
sedovami@bcs.ru**Продажа аналитических продуктов**

butroiv@bcs.ru

Консультационное брокерское обслуживание

+7 (495) 213 1571

Настоящий материал создан и распространяется 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). С информацией о Компании и услугах, декларацией о рисках, информационными документами по финансовым инструментам и связанным с ними рисках, иной подлежащей раскрытию информацией (включая ссылку на страницу, на которой можно оставить обращение (жалобу) рекомендуем ознакомиться по ссылке: <https://broker.ru/disclosure>. Услуги брокера не являются услугами по открытию банковских счетов и приему вкладов, деньги, передаваемые по договору о брокерском обслуживании, не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным законом от 23 декабря 2003 года № 177-ФЗ «О страховании вкладов в банках РФ».

Настоящий материал не относится к независимым инвестиционным аналитическим материалам и распространяется исключительно в информационных целях (далее – «Материал»).

Материал и указанная в нем 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» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты.

Материал не может рассматриваться как публичная оферта, предложение или приглашение приобрести, или продать какие-либо ценные бумаги, иные финансовые инструменты, совершить с ними сделки. Материал не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем дохода от вложений, уровня риска, размера издержек, безубыточности инвестиций. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем.

Материал 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. Инвестирование сопряжено с расходами на оплату брокерских и депозитарных услуг, подачу поручений по телефону, иными расходами, подлежащие оплате клиентами профессиональных участников финансовых рынков. Полный список тарифов Компании БКС приведен в приложении №11 к Регламенту оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС». 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. Указанные документы размещены на сайте ООО «Компания БКС» <https://broker.ru/regulations>.

Обращаем внимание на наличие конфликта интересов, возникающего из-за того, что ООО «Компания БКС» и / или ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, в связи с чем а) могут иметь или уже имеют собственные вложения в финансовые инструменты, упомянутые в Материале или в финансовые инструменты, производные от них, б) могли совершать или совершают в клиентах операции с финансовыми инструментами, упомянутыми в Материале или с финансовыми инструментами, производными от них, в) могут состоять или уже состоять в возмездные договорные отношения с эмитентами или иными лицами, обязанными по финансовым инструментам, указанным в Материале, а также в силу того, что их сотрудники исполняли в прошлом или исполняют функции члена совета директоров или наблюдательного совета эмитентов или иных лиц, обязанных по финансовым инструментам, упомянутых в Материале.

Материал может содержать информацию о финансовых инструментах, сделки по приобретению которых недоступны физическим лицам-неквалифицированным инвесторам без прохождения установленной законодательством о рынке ценных бумаг процедуры тестирования или недоступны вне зависимости от прохождения процедуры тестирования. Перед приобретением выбранного Вами финансового инструмента проконсультируйтесь доступен ли Вам такой финансовый инструмент к приобретению. У Инвестора отсутствует обязанность получать статус квалифицированного инвестора при отсутствии у Инвестора потребности совершать действия, которые в соответствии с применимым законодательством, разъяснениями/рекомендациями Банка России могут совершаться только квалифицированными инвесторами. Решение получить статус квалифицированного инвестора должно быть принято Инвестором самостоятельно после ознакомления с правовыми последствиями признания Инвестора квалифицированным инвестором.

Любой доход, полученный от инвестиций в финансовые инструменты, может изменяться, а 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. Также, не исключены валютные риски при инвестировании в депозитарные расписки компаний.

Информация и мнения, использованные в Материале, 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 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 для принятия Вами инвестиционных решений. Ни ООО «Компания БКС», ни ее аффилированные лица 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 материале, а также за ее достоверность.

ООО «Компания БКС» работает в России. Данный Материал может быть использован инвесторами на территории России с учетом российского законодательства.

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

© 2024 ООО «Компания БКС». Все права защищены.