

8 мая 2024 г.

Тактический взгляд: портфель облигаций Меняем Легенду на ПКБ

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

Взгляд на рынок: умеренно позитивный

Среднесрочный портфель в рублях (№ 1)

Облигация	УТМ ¹	Дюрация	Спред
ПКБ Н 001P-04	18.2%	2.0	397
ГМК Нор.никель БО-001P-07*	18.5%	0.0	160
ОФЗ-ПД 26244 15/03/34	13.9%	5.9	0
Segezha002P-05R	27.8%	1.6	1323
Ритейл Бел Финанс 001P-02	17.7%	1.6	313
МТС 002P-05*	18.5%	0.0	172
ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	13.9%	6.7	0
Минфин Ульянов обл. 34008	16.1%	2.9	223
ГТЛК БО 002P-03*	19.3%	0.0	251
Брусника 002P-02	17.4%	1.2	253
Итого в среднем	18.1%	2.2	411

* с переменным купоном

Источник: БКС Мир инвестиций

Долгосрочный портфель в рублях (№ 2)

Облигация	УТМ	Дюрация	Спред
ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	13.9%	6.7	0
Сбербанк 002СУБ-02R**	19.7%	1.7	524
Россельхозбанк обл. 01Т1**	21.3%	3.2	750
Банк ВТБ ПАО СУБ-Т2-1**	33.6%	1.8	1924
Газпром капитал О 001Б-02**	20.1%	1.5	542
РЕСО-Лизинг ООО БО-П-22	16.9%	1.8	256
Segezha002P-05R	27.8%	1.6	1323
ГТЛК БО 002P-03	19.4%	0.0	260
Минфин Ульянов обл. 34008	16.1%	2.9	223
Брусника 002P-02	17.4%	1.2	253
Итого в среднем	20.6%	2.3	663

* с переменным купоном

** для квалифицированных инвесторов

Источник: БКС Мир инвестиций

Среднесрочный портфель в валюте (№ 3)

Облигация	УТМ	Дюрация	Валюта
Газпром Капитал 3037-1-Д	6.3%	8.8	USD
Газпром Капитал 3029-1-Д	6.3%	4.4	USD
Газпром Капитал БЗО26-1-Е	21.6%	1.7	EUR
Газпром Капитал 3028-1-Е	6.4%	4.3	EUR
МКПАО ОК Русал БО-05	10.3%	0.2	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 портфеле №1 меняем Легенду на Первое Клиентское бюро (ПКБ). Состав портфелей №2 и №3 сохраняем.

- ЦБ ужесточил сигнал — ожидаем ставку на конец 2024 г. на уровне 15%
- Минфин без флоатеров — доходности длинных ОФЗ опять 13.95%
- Недельная инфляция замедлилась до 0.06% с 0.08% неделей ранее
- Рубль укрепился ниже 92/\$ — умеренно позитивно
- Нефть Urals выше \$70/барр. — умеренно позитивно
- Среднесрочный в рублях — портфель № 1: добавляем ПКБ
- Долгосрочный в рублях — портфель № 2: отмечаем Ульяновскую область
- Среднесрочный в валюте — портфель № 3: заместятся Альфа Банк и НЛМК

ЦБ ужесточил сигнал, Минфин не объявлял флоатеров — рынки снизились. Ожидаем, что регулятор будет держать ставку высокой до третьего квартала и понизит только до 15% в 2024 г. Льготная ипотека, рост госрасходов и зарплат продолжают мешать снижать инфляцию, а эффект от окончания льготной программы в конце 1П24 будет полностью осущитим только к концу третьего квартала. Недельная инфляция замедлилась, но по итогам апреля все равно осталась выше цели на 0.1% в месяц. В долгосрочной перспективе у нас умеренно позитивный взгляд на рынок, поскольку к 2025-26 гг. мы ожидаем постепенного снижения доходностей длинных ОФЗ до 9-11% с более чем 13%.

Меняем Легенду на ПКБ, подготавливаясь к началу снижения ставки. Мы по-прежнему ожидаем, что доход от Легенды составит более 10% за полгода и 20% за год, но из-за близкого срока до погашения меняем на более перспективную новую облигацию ПКБ с дюрацией 2 года и УТМ 18.2%. Первое клиентское бюро (ПКБ) — крупный, цифровой (технологичный) коллектор на российском рынке с долей 20%. Основа кредитоспособности — очень низкие финансовые риски и крепкий бизнес профиль. Так, долговая нагрузка очень низкая по показателю Скорр. чистый долг/Cash EBITDA — 0.7x, а достаточность капитала очень высокая: Скорр. капитал/Кредиты — 60%. 50% условного портфеля кредитов погашается в течение года, что полностью покроеет все долги. Костяк портфеля ПКБ — 0.8 млн платящих клиентов. 60% платят через приставов, а оставшиеся 40% — по графику ПКБ, чтобы списать большую часть долга и полностью обелить кредитную историю. Акционер сменился с Varig Vostok на Романа Ковалева, обладающего опытом в финансовой сфере. Ожидаем повышения рейтинга до ruA- или ruA после завершения всех расчетов после смены акционера. ПКБ торгуется с доходностью на 1% выше облигаций с похожим рейтингом, ожидаем доход по выпуску 001P-04 (переоценка тела + купон + реинвестирование) 12% за полгода (подробнее в [отчете](#)).

Ульяновская область — потенциал снижения доходности не исчерпан. Похожая по рейтингу и сроку (дюрация) Магаданская область торгуется с доходностью 14.5%, поэтому мы считаем, что ближайшей целью для Ульяновской области может стать диапазон 15.0-15.5%, что предполагает снижение доходности более чем на 0.5%. Мы считаем привлекательным выпуск Минфина Ульянов обл. 34008 и ожидаем доход 20% за год (подробнее в [нашем отчете](#)).

Альфа Банк и НЛМК продолжат замещение своих евробондов. Ожидаем новые выпуски: Альфа Банк разместит локальные облигации серии 30-350 к с погашением в 2031 г. в USD (ISIN XS2333280571), а НЛМК предложит замещающие облигации 3024-Д к еврооблигациям с погашением в 2024 г. (ISIN XS1577953174). 1 мая ФРС сохранила ставку, однако глава регулятора подчеркнул необходимость сохранения жесткой ДКП для возвращения инфляции к целевым 2%, но повышение ставки на следующем заседании маловероятно. Инфляция, отслеживаемая ФРС, базовая инфляция PCE, в марте снизилась к 2.8%, что показывает эффективность политики ФРС. Мировой рынок закладывает первое снижение ставки на 25 б.п. в сентябре 2024 г., поэтому сохраняем умеренно негативный взгляд при относительной стабильности рубля и предпочитаем держать средне- и долгосрочные выпуски в портфеле №3.

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 Вашей инвестиционной цели, 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 № 154-12387-000100 от 23.07.2009, выданы ФОФР 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

8 мая 2024 г.

Эмитенты и выпуски

Кредитные метрики ПКБ

МСФО, RUB млрд	2021	2022	2023
Активы	12.5	15.4	25.1
Кредиты	9.1	10.4	15.5
Чистая прибыль	3.8	3.7	6.5
Скорр. ЧД/Cash EBITDA	0.6	0.0	0.7
Скорр. Собст-й капитал	6.7	10.9	9.3
Скорр. Дост-ть капитала	74%	105%	60%
Квази NPL	н/д	н/д	20%

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 компании, БКС Мир инвестиций

ПКБ

ПКБ БО 001P-04 (портфель № 1)

- Первое клиентское бюро (ПКБ) – крупный, цифровой (технологичный) коллектор на российском рынке с долей 20%. Основа кредитоспособности – очень низкие финансовые риски и крепкий бизнес профиль. Так, долговая нагрузка очень низкая по показателю Скорр. чистый долг/Cash EBITDA – 0.7x, а достаточность капитала очень высокая: Скорр. капитал/Кредиты – 60%. 50% условного портфеля кредитов погашается в течение года, что полностью покрывает все долги. Костяк портфеля ПКБ – 0.8 млн платящих клиентов. 60% платят через приставов, а оставшиеся 40% – по графику ПКБ, чтобы списать большую часть долга и полностью обелить кредитную историю. Акционер сменился с Baring Vostok на Романа Ковалева, обладающего опытом в финансовой сфере. Ожидаем повышения рейтинга до ruA- или ruA после завершения всех расчетов после смены акционера. ПКБ торгуется с доходностью на 1% выше облигаций с похожим рейтингом, ожидаем доход по выпуску 001P-04 (переоценка тела + купон + реинвестирование) 12% 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 40%, а высокосортного никель 17%. По себестоимости входит в топ-10 лучших в мире. Долговая нагрузка низкая: Чистый Долг/EBITDA 1.2x.
- Выпуск с переменным купоном (ключевая ставка + 1.3%), ожидаем доход 10% за полгода. 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 180.

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).

8 мая 2024 г.

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 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 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 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 ее уровне.
- Выпуск 002P-05 с предлагает лучшую условную доходность 18.5% 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 18.5% (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 17.4% 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)**

- 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 19.4% имеет лучшую доходность среди облигаций 2-го эшелона, ожидаем доход 10% за полгода и 18.6% за год.

8 мая 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 – 33.6% (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.

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 19.7%, 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).

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 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 – 21.3%, 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 16.9% – 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](#)).

8 мая 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, 3O29-1-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 1.4%.
- Выпуск 3O29-1-Д предлагает спред к замещающему Лукойл-31 при сопоставимых кредитных рисках в размере 1.9%.
- 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 2%. С учетом паритета процентных ставок для USD и EUR видим потенциал снижения доходности на 3.0%, потенциальный доход 14.7% 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 – 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.

8 мая 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.
RU000A108CC9	ПКБ НАО 001P-04	ПКБ	23.04.2027	нет	17.0	99.8	2.0	18.2	397
RU000A1083A6	ГМК Норникель БО-001P-07*	Норникель	28.02.2029	нет	17.3	100.7	0.0	18.5	160
RU000A1074G2	ОФЗ-ПД 26244 15/03/34	Россия	15.03.2034	нет	11.3	88.3	5.9	13.9	0
RU000A1053P7	Segezha002P-05R	Segezha	30.07.2037	12.02.2026	10.7	79.2	1.6	27.8	1323
RU000A102TR4	Ритейл Бел Финанс 001P-02	Евроторг	05.03.2026	нет	10.3	90.3	1.6	17.7	313
RU000A1083W0	МТС 002P-05*	МТС	23.09.2027	нет	17.3	100.0	0.0	18.5	172
RU000A106E90	ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	Россия	19.05.2038	нет	9.8	77.0	6.7	13.9	0
RU000A1087F6	Минфин Ульяновской обл. 34008	Ульяновская обл.	05.04.2029	нет	16.0	102.3	2.9	16.1	223
RU000A107TT9	ГТЛК БО 002P-03*	ГТЛК	02.02.2039	19.05.2027	18.3	100.6	0.0	19.3	251
RU000A107UU5	Брусника 002P-02	Брусника	28.03.2027	16.09.2025	16.2	100.1	1.2	17.4	253
Итого среднее							2.2	18.1	411

* 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	Россия	19.05.2038	нет	9.8	77.0	6.7	13.9	0
RU000A102HC1	Сбербанк 002СУБ-02R**	Сбербанк	11.03.2031	17.03.2026	7.0	82.0	1.7	19.7	524
RU000A0ZZ4T1	Россельхозбанк (АО) обл. 01T1**	РСХБ	нет	12.04.2028	9.0	70.4	3.2	21.3	750
RU000A102879	Банк ВТБ ПАО СУБ-Т2-1**	ВТБ	02.04.2031	08.04.2026	7.6	67.7	1.8	33.6	1924
RU000A1039A8	Газпром капитал ООО 001Б-02**	Газпром	нет	19.12.2025	8.5	85.5	1.5	20.1	542
RU000A106DP3	РЕСО-Лизинг ООО БО-П-22	РЕСО-Лизинг	03.06.2033	12.06.2026	10.9	90.8	1.8	16.9	256
RU000A1053P7	Segezha002P-05R	Segezha	30.07.2037	12.02.2026	10.7	79.2	1.6	27.8	1323
RU000A107TT9	ГТЛК БО 002P-03*	ГТЛК	02.02.2039	19.05.2027	18.3	100.6	0.0	19.4	260
RU000A1087F6	Минфин Ульяновской обл. 34008	Ульяновская обл.	05.04.2029	нет	16.0	102.3	2.9	16.1	223
RU000A107UU5	Брусника 002P-02	Брусника	28.03.2027	16.09.2025	16.2	100.1	1.2	17.4	253
Итого среднее							2.3	20.6	663

* с переменным купоном

** для квалифицированных инвесторов

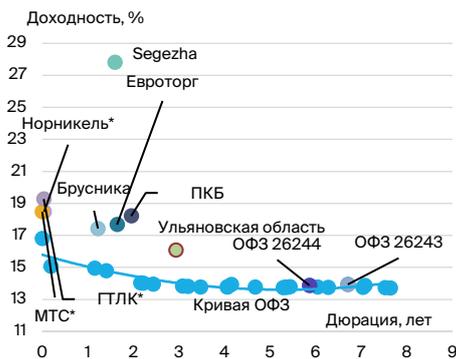
Источник: БКС Мир инвестиций

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	108.7	8.8	6.3	USD
RU000A105KU0	Газпром капитал ООО 3029-1-Д	Газпром\$	27.01.2029	нет	4.4	87.1	4.4	6.3	USD
RU000A105QX1	Газпром Капитал БЗО26-1-Е	Газпром	нет	26.01.2026	3.9	76.9	1.7	21.6	EUR
RU000A105BY1	Газпром капитал ООО 3028-1-Е	Газпром	17.11.2028	нет	1.9	83.0	4.3	6.4	EUR
RU000A105104	МКПАО ОК Русал БО-05	UC Rusal	28.07.2027	31.07.2024	3.9	99.2	0.2	10.3	CNY

Источник: БКС Мир инвестиций

Карта доходности в среднесрочном портфеле в рублях на 8 мая 2024 г.

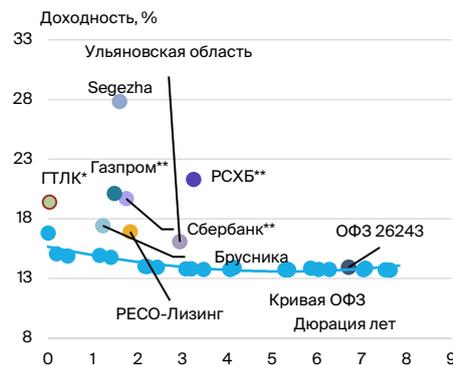


* с переменным купоном

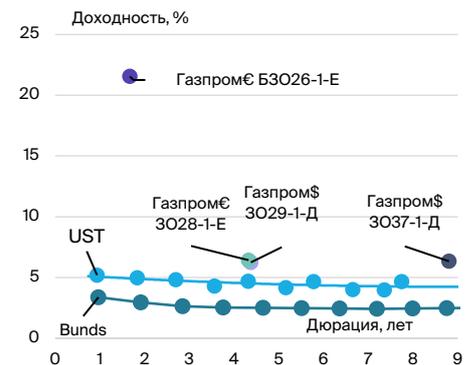
** для квалифицированных инвесторов

Источник: БКС Мир инвестиций

Карта доходности в долгосрочном портфеле в рублях на 8 мая 2024 г.



Карта доходности в среднесрочном портфеле в валюте на 8 мая 2024 г.



Руководитель аналитического департаментаКирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ru**Старший экономист**
Илья Федоров
fedoroviy@bcs.ru**Стратегия**
Кирилл Чуйко
chuykoks@bcs.ruЮлия Голдина
goldinays@bcs.ruДаниил Болотских
bolotskikhdi@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**TMT / Потребсектор**
Мария Суханова
msukhanova@bcs.ru**Электротехника / 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
kliimaa@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
skorinami@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**Бизнес-менеджер**Анастасия Сучкова
senkinaav@bcs.ru**Продажа аналитических продуктов**

butrov@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 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.