

28 июня 2024 г.

Антон Куликов, [kulikovan@bcs.ru](mailto:kulikovan@bcs.ru)  
 Виктория Деркач, [derkachv@bcs.ru](mailto:derkachv@bcs.ru)

**Взгляд на рынок: позитивный**

**Среднесрочный портфель в рублях (№ 1)**

Облигация	УТВт <sup>1</sup>	Дюрация, лет	Спред, б.п.
ПКБ Н 001P-04	22.2%	1.8	584
ОФЗ-ПД 26221 23/03/33	15.1%	5.8	0
ОФЗ-ПД 26244 15/03/34	15.3%	5.6	0
Segezha 002P-05R	34.7%	1.4	1839
Ритейл Бел Финанс 001P-02	21.4%	1.5	515
ОФЗ-ПД 26240 30/07/2036	15.4%	6.7	0
ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	15.4%	6.7	0
ЕвразХолдингФинанс 003P-01*	18.6%	0.0	180
АФК «Система» БО 001P-30*	19.4%	0.0	251
Газпром БО-003P-02*	18.9%	0.0	200
Итого в среднем	19.6%	2.9	374

\* с переменным купоном  
 Источник: БКС Мир инвестиций

**Долгосрочный портфель в рублях (№ 2)**

Облигация	УТВт	Дюрация, лет	Спред, б.п.
ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	15.4%	6.7	0
ОФЗ-ПД 26221 23/03/33	15.1%	5.8	545
Россельхозбанк обл. 01Т1**	24.7%	3.1	938
Банк ВТБ ПАО СУБ-Т2-1**	35.9%	1.6	2009
ОФЗ-ПД 26240 30/07/2036	15.4%	6.7	240
РЕСО-Лизинг ООО БО-П-22	20.0%	1.8	392
Segezha 002P-05R	34.7%	1.4	2071
АФК «Система» БО 001P-30*	19.4%	0.0	260
ЕвразХолдингФинанс 003P-01*	18.6%	0.0	180
Газпром БО-003P-02*	18.9%	0.0	200
Итого в среднем	21.8%	2.7	664

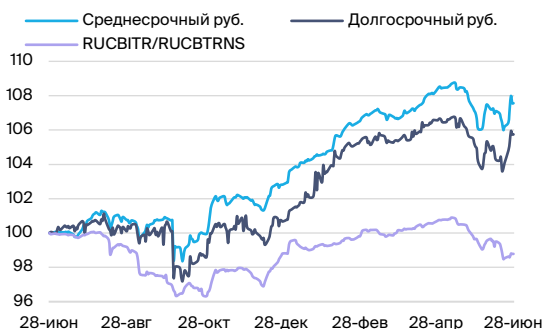
\* с переменным купоном  
 \*\* для квалифицированных инвесторов  
 Источник: БКС Мир инвестиций

**Среднесрочный портфель в валюте (№ 3)**

Облигация	УТВт	Дюрация, лет	Валюта
ГТЛК 3025-Д	10.8%	0.8	USD
Газпром капитал Б3026-1-Е	28.4%	1.5	EUR
Газпром капитал 3028-1-Е	8.3%	4.2	EUR
МКБ 30-2026-01	9.6%	1.5	EUR
Газпром капитал 3024-1-Е	13.9%	0.4	EUR
РЖД ОАО 3026-1-ФР	9.2%	1.7	CHF
Акрон (ПАО) БО-001P-04	8.2%	1.5	CNY

Источник: БКС Мир инвестиций

**Динамика рублевых портфелей**



Источники: МосБиржа, QUICK, БКС Мир инвестиций

**Тактический взгляд: портфель облигаций Минфин перешел на выпуск флоатеров**

Сохраняем позитивный взгляд на долговой рынок в рублях и рынок валютных облигаций. Портфели №1 и №2 оставляем без изменений, в портфеле №3 меняем Газпром капитал 3031-1-Д на ГТЛК 3025-Д.

- Минфин наращивает выпуск флоатеров – позитивно
- Недельная инфляция разочаровала – 0.22% н/н
- Рубль ниже 90/\$ – умеренно позитивно
- Нефть Urals выше \$70/барр. – позитивно
- Среднесрочный в рублях – портфель № 1: отмечаем ПКБ
- Долгосрочный в рублях – портфель № 2: выделяем РЕСО
- Среднесрочный в валюте – портфель № 3: ГТЛК 3025-Д до погашения

**Минфин продолжает выпускать флоатеры, что снимает напряженность с ОФЗ-ПД.** Размещение флоатеров (облигаций с переменным купоном) и увеличилось за неделю до RUB 45 млрд с RUB 20 млрд, что уже позитивно сказывается на доходностях длинных ОФЗ. Ожидаем, что тренд на размещение флоатеров сохранится, а также увеличение объемов до более чем RUB 100 млрд в неделю. Текущие данные по инфляции указывают на ее ускорение – две недели подряд около 0.2% н/н, что в 2-3 раза превышает норму для июня. Но опережающие индикаторы по-прежнему говорят о начале обратного процесса: на прошлой неделе Сбер присоединился к другим банкам, досрочно отменившим льготную ипотеку, рубль находится ниже 90/\$, повышение налогов снизит рост спроса в экономике, притормозит рост зарплат, что должно снизить кадровый голод, а также снизит потребность Минфина в выпуске ОФЗ в 2025 г. Также было бы логично подождать больше статистики до сентября 2024 г. Считаем, что текущие доходности облигаций уже закладывают повышение ставки до 18-20%, хотя мы ожидаем ее сохранения. Взгляд на валютные облигации улучшаем до позитивного, ожидая обесценения рубля до конца года. В долгосрочной перспективе у нас также умеренно позитивный взгляд на рынок, поскольку к 2025-26 гг. мы ожидаем постепенного снижения доходностей длинных ОФЗ до 9-11% с более чем 15%.

**ПКБ – лидер коллекторского рынка с долей 20%, высокой эффективностью и возможностью погасить все долги за год.** Облигации ПКБ, по нашим оценкам, предлагают максимальную доходность 22% среди всех эмитентов 2-го эшелона. Компания характеризуется очень низкой долговой нагрузкой – способна погасить весь долг в течение 1 года, поскольку половина портфеля погашается в течение года, а также за счет прибыли – из-за того, что показатель Скорр. Чистый долг/Cash EBITDA меньше 1.0x. По нашим оценкам, снижение доходности на 3% по этим облигациям может принести 15%+ за полгода.

**РЕСО-Лизинг – самая эффективная лизинговая компания на рынке.** Считаем доходность РЕСО-Лизинга неоправданно высокой и ожидаем ее снижения на 4% за год, что может принести доход (купон + переоценка тела облигации) 23% за год – привлекательно.

**Валютные облигации – взгляд умеренно позитивный.** Волатильность курса валюты сохраняет привлекательные условия для покупки валютных облигаций. Ожидаем обесценение курса рубля до конца 2024 г., что позволит инвесторам получить дополнительный доход после покупки. Считаем, что движение рубля сейчас можно отыграть через короткие облигации, и в портфеле №3 меняем Газпром капитал 3031-1-Д на ГТЛК 3025-Д. Выпуск ГТЛК 3025-Д предлагает спред к Лукойл-26 в размере 5.5%, фиксируем доходность 10.8% до погашения облигации в апреле 2025 г.

<sup>1</sup> Доходность к погашению или к колл-опциону в случае наличия

28 июня 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 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 Евраз

МСФО, RUB млрд	2021	2022	2023
Выручка	10.2	9.6	7.7
Скорр. EBITDA	3.6	1.9	2.1
Рент-ть по EBITDA	35%	20%	27%
Чистая прибыль	н/д	н/д	н/д
FCF после %	н/д	н/д	н/д
Чистый долг	2.5	1.6	1.7
Чистый долг/EBITDA	0.7	0.8	0.8

\* прогноз при курсе 95/\$ и неизменности цен

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

### 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

### 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.

### 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 37% за год.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций негативный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 2.5.

### ЕвразХолдинг Финанс

#### Серия 001P-03 (портфель № 1 и №2)

- Евраз НТМК (эмитент ЕвразХолдингФинанс) – российский стальной дивизион группы Evraz plc. Занимает сильные позиции в производстве стали для строительной и ж/д отрасли в РФ (54% выручки), имеет высокую маржинальность по EBITDA (27%) из-за вертикальной интеграции в железную руду, а также характеризуется очень низкой долговой нагрузкой по показателю Чистый долг/EBITDA 0.8x. Доля экспорта 38% от выручки, приходится в основном на Азиатский регион.
- Условная УТМ 18.6% – максимум для 1-ого эшелона, ожидаем снижения. Потенциальный доход за полгода 10% – привлекательно.

### Ритейл Бел Финанс

#### Серия 001P-02 (портфель № 1)

- Ритейл Бел Финанс – это специальная компания для привлечения долга белорусского продуктового ритейлера Евроторг (аналог российских Х5 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.

28 июня 2024 г.

**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 АФК Система**

МСФО RUB млрд	2020	2021	12М
Активы	398	464	501
Кредиты	128	152	156
NPL 90+	32.3%	32.8%	31.2%
Чистая прибыль	10	17	2
Стоимость риска	9	-45	-90
Собст. капитал	462	544	595
Дост-ть капитала	3.6	3.6	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. капитал	1 723	2 222	1 531
Дост-ть капитала	9.9%	10.4%	10.0%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

**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. капитал	199	235	248
Дост-ть капитала	9.9%	9.8%	10.0%

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

**Россия****Серия 26244 (портфель № 1)****Серия 26243, 26240, 26221 (портфель № 1 и №2)**

- У России отрицательный чистый долг и растущая экономика.
- УТМ 15.6% по ОФЗ 26243, 26244, 26240 и 262221 ожидаем снижения доходности на 1.5% за полгода и 3% за год, т.к. опережающие индикаторы: размещение МинФинОМ ОФЗ с переменным купоном (флоатеров), повышение налогов, более низкий дефицит бюджета в 2025, чем в 2024, досрочная отмена льготной ипотеки банками и крепкий рубль указывают на снижение напряженности на рынке облигаций с фиксированным купоном.

**АФК «Система»****Серия БО 001P-30 (портфель №1 и №2)**

- Основа кредитоспособности АФК «Система» 50%-ная доля в МТС (70% пропорционально консолидированной EBITDA). Система также владеет 30% в Озоне, 43% – в Элементе, 49% – в Эталоне, кроме того готовит к IPO Медси и прочие компании. Долговая нагрузка по показателю Чистый долг/ EBITDA составляет 3.8x – повышенный уровень, но не учитывает стоимость доли в Озоне в размере 1.5x EBITDA. Мы считаем привлекательным выпуск АФК «Система»
- Выпуск БО 001P-30 с условной УТМ 19.4% – максимальной во 2-м эшелоне, ожидаем доход свыше 18% за год.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций нейтральный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 31.

**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 – 35.9% (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 0.035.

**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 – 24.7%, 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.

28 июня 2024 г.

**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

**Кредитные метрики Газпрома**

МСФО, \$ млрд	2021	2022	2023
Выручка	139	171	101
Скорр. EBITDA	54	62	29
Рент-ть по EBITDA	32%	36%	29%
Чистая прибыль	29	19	-7
FCF после %	11	-5	-6
Чистый долг	42	59	62
Чистый долг/EBITDA	0.8	0.9	2.1

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

**Кредитные метрики ГТЛК**

МСФО RUB млрд	2021	2022	1П23
Активы	1072	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

**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 20.0% — 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](#)).

**Газпром****3O28-1-E, 3O24-1-E, БЗО26-1-E (портфель № 3)****Серия Газпром капитал БО-003P-02 (в портфеле №1 и №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%.
- БЗО26-1-E предлагает спред к долларовому выпуску БЗО26-1-Д 5.5%. С учетом паритета процентных ставок для USD и EUR доходность выпуска в евро должна быть ниже на 1.5-2.0%.
- 3O28-1-E предлагает спред к выпуску Лукойл-27 при сопоставимых рисках 1.8%. С учетом паритета процентных ставок для USD и EUR видим потенциал снижения доходности на 2%, потенциальный доход 14% за полгода.
- 3O24-1-E предлагает спред к выпуску Лукойл-26 при сопоставимых рисках плюс 8.6%, а должен быть минус 2%, исходя из разности доходности трежерей США и гособлигаций Германии. YTM до погашения в ноябре 2024 г. 13.9% — привлекательно.
- Газпром капитал БО-003P-02 с условной YTM 18.9% - максимальная в 1-ом эшелоне (самые надежные компании), купон переменный (ключевая ставка + 1.25% = 17.25%), выплата ежемесячная с 7-дневной переоценкой. Потенциальный доход за полгода 10% — привлекательно.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций нейтральный взгляд на акции компании с целевой ценой RUB 150.

**ГТЛК****Серия 3O25-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 ГТЛК 3O25-Д торгуется с доходностью 10.8% до погашения в апреле 2025 г. — привлекательно.



28 июня 2024 г.

**Кредитные метрики МКБ**

МСФО, RUB млрд	2022	2023	1К24
Активы	3 973	4 667	4 827
Кредиты	1 845	2 350	2 467
NPL 90+	1.5%*	1.1%	1.6%
Чистая прибыль	7	60	61
Стоимость риска	1.6%	1.2%	1.1%
Собст. капитал	274	348	358
Дост-ть капитала	14.1%	13.8%	13.8%

\* По данным МСФО Концерна РОССИУМ за 2023 год  
Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

**Московский кредитный банк (МКБ)****Серия ЗО-2026-01 (портфель №3)**

- Банк входит в топ-6 крупнейших банков России по размеру активов и является системно значимым банком России. Банк обладает хорошим качеством активов с преобладанием корпоративного кредитования (91% ссуд). Прибыльность банка средняя по сектору с высокой растущей эффективностью (расходы/доходы – 32%). Достаточность капитала высокая – 13.8%, риски ликвидности снижены. Акционеры: крупнейший бенефициар, предприниматель Роман Авдеев, контролирующий акционер и конечный бенефициар Концерна «Россиум» (62%), владеет 55.4% акций МКБ. Сергей Судариков, совладелец концерна (31%), имеет 16.7%-ную долю в Регион Тресте, у которого 5.4% акций МКБ. 15.6% акций у прочих акционеров, 3.3% акций находятся у ЕБРР, 20.3% – в свободном обращении.
- Выпуск МКБ ЗО-2026-01 в евро предлагает спред к Лукойл-26 в размере 4.3%, потенциальный доход свыше 10% за полгода – привлекательно.
- У аналитиков БКС Мир инвестиций нейтральный взгляд на акции банка с целевой ценой RUB 8.5.

**Кредитные метрики РЖД**

МСФО, \$ млрд	2020	2021	2022
Выручка	2.5	2.6	3.0
Скорр. EBITDA	0.5	0.7	0.8
Рент-ть по EBITDA	20%	25%	26%
Чистая прибыль	0.1	0.1	0.2
FCF после %	-0.5	-0.7	-0.7
Чистый долг	1.6	1.4	1.9
Чистый долг/EBITDA	3.2	2.1	2.5

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

**РЖД****Серия ЗО26-1-ФР (портфель №3)**

- РЖД – естественная монополия в стабильной сфере железнодорожной инфраструктуры и локомотивов, со 100%-ным акционером напрямую – государством. Компания владеет подвижными составами и локомотивами, занимая порядка 99% рынка услуг локомотивной тяги. Операционные риски компании снижены: в 2023 г. 84% грузооборота России (без учета трубопроводного транспорта) пришлось на железнодорожную инфраструктуру. Рентабельность компании по EBITDA высокая: 26% против 20% в 2021 г., сохранение показателя ожидается вследствие роста тарифов в 2024 г. и оптимизации затрат. Долговая нагрузка средняя: показатель Чистый долг/12М EBITDA на 31 декабря 2023 г. – 2.5x. Ежегодная докапитализация компании позволяет перекредитоваться в государственных банках в случае необходимости.
- Выпуск ЗО26-1-ФР предлагает спред к Лукойл-26 в размере 3.9% ожидаем доход до 9% за полгода – привлекательно.

**Кредитные метрики Акрон**

МСФО, \$ млн	2022	2023
Выручка	257	179
Скорр. EBITDA	143	67
Рент-ть по EBITDA	56%	37%
Чистая прибыль	89	37
FCF после %	36	17
Чистый долг	17	26
Чистый долг/EBITDA	0.1	0.4

Источники: данные компании, БКС Мир инвестиций

**Акрон****Серия БО-001Р-04 (портфель №3)**

- Крупный мировой производитель удобрений в с/х секторе, исключенном из санкций. Мировая доля в производстве/добыче составляет 1.5-2% – маленькая, но прибыльность (маржинальность) выше средней по рынку из-за обесценения рубля, близкого расположения производства к морю и вертикальной интеграции в порты. Операционные риски средние, поскольку у компании есть три основных производства. Очень низкая долговая нагрузка: показатель Чистый долг/EBITDA за последние 12 месяцев составил 0.4x, а ликвидность высокая – денежные средства насчитывают RUB 78 млрд, чего достаточно для погашения 75% долга. Акционеры: более 95% акций принадлежат Вячеславу Кантору, менее 5% – в свободном обращении.
- Бизнес и долговая нагрузка Акрона лучше, чем у размещавших облигации в юанях Южуралзолота, сравнимы с Металлоинвестом, поэтому мы считаем, что справедливая доходность Акрона должна быть на уровне 6.0-6.3%. Потенциальный доход выпуска БО-001Р-04 составляет 5% за полгода.

28 июня 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	93.9	1.8	22.2	584
RU000A0JXFM1	ОФЗ-ПД 26221 23/03/33	Россия	23.03.2033	нет	7.7	66.5	5.8	15.1	0
RU000A1074G2	ОФЗ-ПД 26244 15/03/34	Россия	15.03.2034	нет	11.3	82.3	5.6	15.3	0
RU000A1053P7	Segezha 002P-05R	Segezha	30.07.2037	12.02.2026	10.7	74.5	1.4	34.7	1839
RU000A102TR4	Ритейл Бел Финанс 001P-02	Евроторг	05.03.2026	нет	10.3	86.6	1.5	21.4	515
RU000A103BR0	ОФЗ-ПД 26240 30/07/2036	Россия	30.07.2036	нет	7.0	56.6	6.7	15.4	0
RU000A106E90	ОФЗ-ПД 26243 19/05/38	Россия	19.05.2038	нет	9.8	70.9	6.7	15.4	0
RU000A108G05	ЕвразХолдингФинанс 003P-01*	Евраз	07.11.2026	нет	17.3	100.7	0.0	18.6	180
RU000A108GN7	АФК «Система» БО 001P-30*	АФК «Система»	17.08.2028	нет	18.2	100.6	0.0	19.4	251
RU000A108JV4	Газпром капитал БО-003P-02*	Газпром	07.05.2028	нет	17.3	99.8	0.0	18.9	200
<b>Итого среднее</b>							2.9	19.6	374

\* 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	70.9	6.7	15.4	0
RU000A0JXFM1	ОФЗ-ПД 26221 23/03/33	Россия	23.03.2033	нет	7.7	66.5	5.8	15.1	545
RU000A0ZZ4T1	Россельхозбанк (АО) обл. 01Т1**	РСХБ	нет	12.04.2028	9.0	65.0	3.1	24.7	938
RU000A102879	Банк ВТБ ПАО СУБ-Т2-1**	ВТБ	02.04.2031	08.04.2026	7.6	67.5	1.6	35.9	2009
RU000A103BR0	ОФЗ-ПД 26240 30/07/2036	Россия	30.07.2036	нет	7.0	56.6	6.7	15.4	240
RU000A106DP3	РЕСО-Лизинг ООО БО-П-22	РЕСО-Лизинг	03.06.2033	12.06.2026	10.9	87.1	1.8	20.0	392
RU000A1053P7	Segezha 002P-05R	Segezha	30.07.2037	12.02.2026	10.7	74.5	1.4	34.7	2071
RU000A108GN7	АФК Система БО 001P-30*	АФК «Система»	17.08.2028	нет	18.2	100.6	0.0	19.4	260
RU000A108G05	ЕвразХолдингФинанс 003P-01*	Евраз	07.11.2026	нет	17.3	100.7	0.0	18.6	180
RU000A108JV4	Газпром капитал БО-003P-02*	Газпром	07.05.2028	нет	17.3	99.8	0.0	18.9	200
<b>Итого среднее</b>							2.7	21.8	664

\* с переменным купоном

\*\* для квалифицированных инвесторов

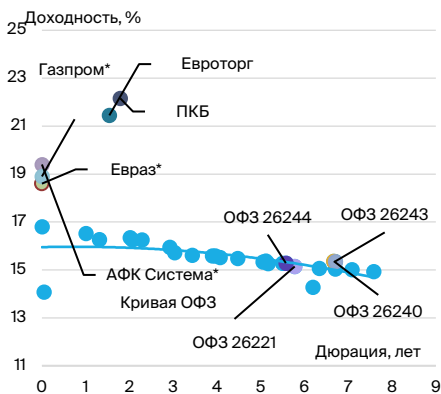
Источник: БКС Мир инвестиций

Среднесрочный портфель в валюте

ISIN	Выпуск	Эмитент	Погашение	Оферта (раннее пог-е)	Купон, %	Цена, % от ном.	Дюрация, лет	УТМ, %	Валюта
RU000A1078V2	ГТЛК 3025-Д	ГТЛК	17.04.2025	нет	6.0	96.5	0.8	10.8	USD
RU000A105QX1	Газпром Капитал БЗО26-1-E	Газпром	нет	26.01.2026	3.9	71.9	1.5	28.4	EUR
RU000A105BY1	Газпром капитал ООО 3028-1-E	Газпром	17.11.2028	нет	1.9	77.2	4.2	8.3	EUR
RU000A107R03	МКБ 30-2026-01	МКБ	21.01.2026	нет	3.1	90.9	1.5	9.6	EUR
RU000A105C51	Газпром капитал ООО 3024-1-E	Газпром	22.11.2024	нет	2.3	95.8	0.4	13.9	EUR
RU000A1084S6	РЖД ОАО 3026-1-ФР	РЖД	12.03.2026	нет	0.8	87.4	1.7	9.2	CHF
RU000A108JH3	Акрон (ПАО) БО-001P-04	Акрон	22.05.2026	нет	7.7	99.8	1.5	8.2	CNY

Источник: БКС Мир инвестиций

Карта доходности в среднесрочном портфеле в рублях на 28 июня 2024 г.

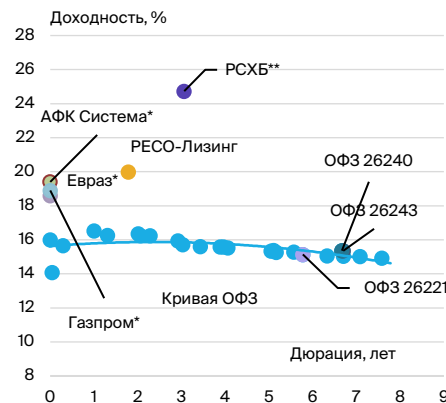


\* с переменным купоном

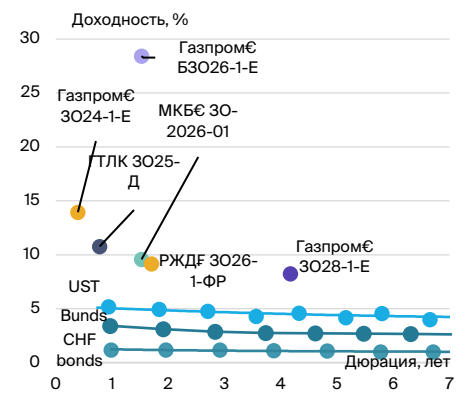
\*\* для квалифицированных инвесторов

Источник: БКС Мир инвестиций

Карта доходности в долгосрочном портфеле в рублях на 28 июня 2024 г.



Карта доходности в среднесрочном портфеле в валюте на 28 июня 2024 г.



**Руководитель аналитического департамента**

 Кирилл Чуйко  
[chuykoks@bcs.ru](mailto:chuykoks@bcs.ru)
**Руководитель группы выпуска и контента**

 Ольга Сибиричева  
[sibirichevaov@bcs.ru](mailto:sibirichevaov@bcs.ru)
**Старший экономист**  
 Илья Федоров  
[fedoroviy@bcs.ru](mailto:fedoroviy@bcs.ru)
**Аналитик по рынку**  
 Юлия Голдина  
[goldinays@bcs.ru](mailto:goldinays@bcs.ru)
**Международные рынки акций**  
 Егор Дахтлер  
[dakhtlerev@bcs.ru](mailto:dakhtlerev@bcs.ru)
**Группа выпуска**  
 Николай Порохов  
[porokhovnv@bcs.ru](mailto:porokhovnv@bcs.ru)
**Стратегия**  
 Кирилл Чуйко  
[chuykoks@bcs.ru](mailto:chuykoks@bcs.ru)
**Металлургия и добыча**  
 Кирилл Чуйко  
[chuykoks@bcs.ru](mailto:chuykoks@bcs.ru)

 Денис Буйволов, CFA  
[buyvolovda@bcs.ru](mailto:buyvolovda@bcs.ru)

 Елена Косовская  
[kosovskayaev@bcs.ru](mailto:kosovskayaev@bcs.ru)

 Юлия Голдина  
[goldinays@bcs.ru](mailto:goldinays@bcs.ru)

 Дмитрий Казаков  
[kazakovda@bcs.ru](mailto:kazakovda@bcs.ru)

 Анатолий Клим  
[klimaa@bcs.ru](mailto:klimaa@bcs.ru)

 Ольга Донцова  
[dontsovaoy@bcs.ru](mailto:dontsovaoy@bcs.ru)

 Даниил Болотских  
[bolotskikhdi@bcs.ru](mailto:bolotskikhdi@bcs.ru)

 Ахмед Алиев  
[alievab@bcs.ru](mailto:alievab@bcs.ru)

 Сергей Потапов  
[potapovso@bcs.ru](mailto:potapovso@bcs.ru)

 Антон Остроухов  
[ostroukhovas@bcs.ru](mailto:ostroukhovas@bcs.ru)
**Макроэкономика/Валюта**

 Илья Федоров  
[fedoroviy@bcs.ru](mailto:fedoroviy@bcs.ru)

 Анна Киреева  
[kireevaai@bcs.ru](mailto:kireevaai@bcs.ru)

 Татьяна Курносенко  
[kurnosenkots@bcs.ru](mailto:kurnosenkots@bcs.ru)

 Анатолий Трифонов  
[trifonovae@bcs.ru](mailto:trifonovae@bcs.ru)

 Адам Абдулатипов  
[abdulatipovab@bcs.ru](mailto:abdulatipovab@bcs.ru)

 Наталья Бокарева  
[bokarevann@bcs.ru](mailto:bokarevann@bcs.ru)
**Международные рынки облигаций**

 Антон Куликов  
[kulikovan@bcs.ru](mailto:kulikovan@bcs.ru)

 Мария Седова  
[sedovami@bcs.ru](mailto:sedovami@bcs.ru)

 Виктория Деркач  
[derkachvv@bcs.ru](mailto:derkachvv@bcs.ru)
**Нефть и газ**

 Рональд Смит  
[smitr@bcs.ru](mailto:smitr@bcs.ru)
**Электроэнергетика / Транспорт / Удобрения**  
 Дмитрий Булгаков  
[bulgakovds@bcs.ru](mailto:bulgakovds@bcs.ru)
**Технический анализ**

 Василий Буянов  
[buyanovvv@bcs.ru](mailto:buyanovvv@bcs.ru)
**Финансовый сектор / Девелопмент**

 Елена Царева  
[tsarevaev@bcs.ru](mailto:tsarevaev@bcs.ru)
**TMT / Потребсектор**

 Мария Суханова  
[msukhanova@bcs.ru](mailto:msukhanova@bcs.ru)
**Специалист по данным**

 Михаил Скорина  
[skorinaml@bcs.ru](mailto:skorinaml@bcs.ru)
**Бизнес-менеджер**

 Анастасия Сучкова  
[senkinaav@bcs.ru](mailto:senkinaav@bcs.ru)

 Андрей Шаров  
[sharovaa@bcs.ru](mailto:sharovaa@bcs.ru)

 Андрей Шаров  
[sharovaa@bcs.ru](mailto:sharovaa@bcs.ru)
**Продажа аналитических продуктов**
[butroiv@bcs.ru](mailto:butroiv@bcs.ru)
**Консультационное брокерское обслуживание**
**+7 (495) 213 1571**

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. ООО «Компания БКС» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации.

Настоящий материал создан и распространяется ООО «Компания БКС» (ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, г. 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://bcs.ru/regulatory>. 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»). В случае необходимости получения индивидуальных инвестиционных рекомендаций, Вам необходимо заполнить [Анкеты 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».

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 доходности 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://bcs.ru/regulatory/additional-archive>.

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 финансовых инструментах, производные от них, б) могут совершать или совершают в клиентах операции с финансовыми инструментами, упомянутыми в Материале или в финансовых инструментах, 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, упомянутым 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 с доступным 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 Вам 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.

Методология присвоения взгляда от Дирекции инвестиционной аналитики БКС выглядит следующим образом: аналитики устанавливают целевые цены на 12 месяцев вперед на основе анализа инвестиционной привлекательности акций, который может включать различные методологии оценки, такие как анализ мультипликаторов (P/E, EV/ТДА и т.д.), дисконтированных денежных потоков (DCF) или модели дисконтирования дивидендов (DDM). На основе этой целевой цены рассчитывается избыточная доходность, которая представляет собой доходность по целевой цене на 12 месяцев вперед к текущей цене акции за вычетом нашей оценки стоимости капитала акции, которая в настоящее время составляет около 20% для большинства бумаг. Избыточная доходность свыше 10% соответствует «позитивному» взгляду, менее минус 10% – «негативному», в диапазоне от -10% до +10% – «нейтральному».

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.