



22 мая 2020 г.

|                         |                                      |  |
|-------------------------|--------------------------------------|--|
| <b>Сегодня в фокусе</b> | <b>Экономика</b>                     | Промышленность в апреле: нерабочие дни прошли “по касательной”                 |
|                         | <b>Рынок корпоративных облигаций</b> | ТМК: долговая нагрузка умеренно снизилась, но может вырасти после выкупа акций |

## Экономика

### **Промышленность в апреле: нерабочие дни прошли “по касательной”**

По итогам апреля промышленность в целом упала на 6,6% г./г., тогда как м./м. (с исключением сезонности) спад оказался даже меньше (-5,7% м./м.). Это гораздо менее сильное падение, чем мы прогнозировали. Наши оценки были основаны на предположении, что порядка 30% предприятий (по объему выпускаемой продукции) не будут функционировать в период нерабочих дней, что привело бы к 20%-ному падению в апреле. На деле, как видно, реально не работала лишь ограниченная часть экономики, деятельность «встала» в ряде видов деятельности обрабатывающей промышленности (одежда и кожевенное производство, обработка древесины и производство мебели, готовых металлических изделий, электроники и электрооборудования), но доля выпуска таких производств составляет лишь 10% от всей промышленности.

Тем не менее, в большинстве отраслей, не ушедших «на карантин», производство все же просело. В итоге выпуск обрабатывающей промышленности потерял 10% г./г. В числе отраслей, сохранивших положительные темпы роста, производство лекарств - по очевидной причине (+13,5% г./г.), бумажных изделий – сюда входят позиции санитарно-гигиенического назначения (4,2% г./г.), пищевых продуктов – помог продуктовый ритейл (+3,7% г./г.), химических веществ и продуктов – поддерживает экспортный спрос на ряд удобрений (2,4% г./г.), металлических руд – помогает экспорт в Китай (+1,1% г./г.).

Интересно, что производство топлива и энергии (основные прокси на экономическую динамику), можно сказать, практически не отреагировало на столь значимое сокращение экономической активности. Хотя производство бензина очевидным образом снизилось на 20% (из-за самоизоляции спрос частных автомобилистов провалился), вырос выпуск дизельного топлива (на 7,2% г./г.) благодаря активности грузового автотранспорта. В итоге производство нефтепродуктов даже продемонстрировало положительную динамику (+0,7% г./г.). Сегмент энергетики снизился на 2% г./г., однако дополнительного, кризисного падения не наблюдается – сокращение

идет с декабря 2019 г., и в апреле оно даже замедлилось (в марте было -2,2% г./г.).

Судя по всему, в мае ситуация в обрабатывающем секторе будет лучше, в частности, об этом говорят данные конъюнктурных опросов Института Гайдара. Кроме того, стоит отметить, что режим нерабочих дней с середины мая был отменен, что также должно позитивно сказаться на динамике обрабатывающих отраслей (например, возобновляется строительство – что поддержит производство металлических изделий и стройматериалов).

Однако серьезный негативный эффект добавит нефтяная отрасль – в апреле она все еще показала символический рост (+0,2% г./г.), но с мая вступают ограничения ОПЕК++, из-за которых просадка должна превысить 14% г./г. (добыча должна сократиться до 9,5 млн барр./сутки с учетом конденсата, против 11,1 млн барр./сутки в мае 2019 г.). Эффект на промышленность будет зависеть от того, насколько эти ограничения будут исполнены, но при прочих равных такое сокращение отнимет у промпроизводства около 3 п.п. роста в мае. И в итоге улучшение общего индекса в этом месяце, если и произойдет, вряд ли будет ощутимым. В следующие месяцы с полноценным выходом из ограничений обрабатывающей промышленности падение замедлится.

**Станислав Мурашов**  
[stanislav.murashov@raiffeisen.ru](mailto:stanislav.murashov@raiffeisen.ru)

## Рынок корпоративных облигаций

**Ухудшение результатов обусловлено снижением отгрузок российского дивизиона...**

### **ТМК: долговая нагрузка умеренно снизилась, но может вырасти после выкупа акций**

ТМК (BB-/B1/-) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2020 г. по МСФО (как мы упоминали в прошлом обзоре, теперь валютой отчетности стал рубль). Несмотря на то, что в результатах уже отражена продажа американского бизнеса, они в целом не улучшились из-за снижения показателей в ключевом российском дивизионе. В нем выручка сократилась на 10% кв./кв. в результате сокращения отгрузок нефтепромысловых OCTG и линейных труб из-за снижения деловой активности на рынках, а также продолжающегося падения продаж труб большого диаметра. В европейском дивизионе выручка сократилась на 11% кв./кв. в результате существенного снижения объемов продаж (что было частично нивелировано ослаблением рубля) на фоне пандемии. В итоге с выбытием американского дивизиона общая выручка за 1 кв. сократилась на 21% кв./кв. до 55 млрд руб.

**...а также временным ростом цен на сталь**

При этом показатель EBITDA, несмотря на выбытие убыточного американского бизнеса (-20 млн долл. на уровне EBITDA в 4 кв.), упал на 22% кв./кв. до 8,7 млрд руб. (-29% в российском дивизионе)

**Во 2 кв. негативные тренды продолжились**

на фоне сокращения объемов продаж и временного роста цен на сырье (сталь); операционный убыток в ЕС), рентабельность по EBITDA осталась на уровне 16%. Во 2 кв. компания видит продолжение негативных трендов 1 кв., однако количественных оценок не дает. Напомним, что ряд металлургов оценивали падение спроса на сталь со стороны трубных компаний на 50% во 2 кв. и от 15% до 25% по году в целом. При этом немаловажным фактором для ТМК остаются траты российских нефтегазовых компаний на бурение, масштаб снижения которых пока не столь очевиден в условиях сокращения добычи в рамках ОПЕК++.

| В млн руб., если не указано иное | 1 кв. 2020 | 4 кв. 2019 | кв./кв.   |
|----------------------------------|------------|------------|-----------|
| Выручка                          | 55 319     | 69 926     | -21%      |
| ЕБИТДА                           | 8 737      | 11 268     | -22%      |
| Рентабельность по EBITDA         | 15,8%      | 16,1%      | -0,3 п.п. |
| Чистая прибыль/убыток            | 23 455     | -2 520*    | -         |
| Операционный поток               | -1 755     | 23 337*    | -         |
| Инвестиционный поток, в т.ч.     | 46 639     | -7 427*    | -         |
| Капвложения                      | -3 144     | -4 270*    | -26%      |
| Финансовый поток                 | 5 283      | -10 774*   | -         |

  

| В млн руб., если не указано иное | 31 марта 2020 | 31 дек. 2019 | кв./кв. |
|----------------------------------|---------------|--------------|---------|
| Совокупный долг, в т.ч.          | 226 782       | 189 007      | +20%    |
| Краткосрочный долг               | 97 662        | 83 872       | +16%    |
| Долгосрочный долг                | 129 120       | 105 135      | +23%    |
| Чистый долг                      | 145 498       | 167 108      | -13%    |
| Чистый долг/ЕБИТДА LTM**         | 3,49x         | 3,76x        | -       |

\*По среднему курсу ЦБ РФ за 4 кв. 2019 г.

\*\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев; показатель за 2019 г. рассчитан по среднему курсу ЦБ РФ

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Операционный поток в 1 кв. стал отрицательным, капвложения в 2020 г. снизятся**

Операционный денежный поток в 1 кв. стал отрицательным (-1,75 млрд руб.) после инвестиций в оборотный капитал 4,9 млрд руб., уплаты налога на прибыль в объеме 4,2 млрд руб. и на фоне падения EBITDA. Напомним, что в предыдущем кв., напротив, произошло существенное высвобождение средств из оборотного капитала (212 млн долл., или 13,5 млрд руб.) за счет значительного увеличения авансов от клиентов (на 388 млн долл.). Капвложения в 1 кв. составили 3,1 млрд руб., за год в целом они могут быть менее 150 млн долл., или 10,7 млрд руб.; ТМК оценивает капвложения для поддержания существующих мощностей в 100 млн долл.

**Долговая нагрузка в пересчете на рубли снизилась умеренно – с 3,8x до 3,5x, в долларах – до 2,9x ...**

Капзатраты и частично инвестиции в оборотный капитал были профинансированы за счет средств от продажи американского бизнеса (65,9 млрд руб.). При этом долг в абсолютном выражении по итогам 1 кв. не уменьшился, а вырос в рублях на 20% до 226 млрд руб. в результате пересчета по курсу на конец 4 кв. и 1 кв., соответственно, в основном за счет размещения в феврале 7-летнего еврообонда для рефинансирования старого выпуска с

погашением 3 апреля 2020 г. Накопленные денежные средства выросли за 1 кв. на 60 млрд руб. до 81,3 млрд руб., за счет чего Чистый долг снизился на 13% до 145,5 млрд руб., а в отношении к EBITDA LTM – с 3,8x до 3,5x, по нашим расчетам. Если рассчитывать этот показатель в долл., то он по итогам 1 кв. составил бы 2,9x Чистый долг/EBITDA (с учетом лизинга).

**...однако программа  
выкупа акций ее  
повысит**

По итогам 2019 г. компания не планирует выплату дивидендов, что в условиях неясных перспектив позитивно для кредитного профиля, однако объявленные делистинг с Лондонской биржи и программа выкупа акций в объеме до 22 млрд руб. может повлечь повышение долговой нагрузки, по нашим оценкам, с 3,5x до 4,0x в рублях, или с 2,9x до 3,4x в долларах.

Доходность TRUBRU 27 YTM 5,29%, по нашему мнению, не выглядит привлекательной, учитывая в т.ч. по-прежнему повышенную долговую нагрузку компании. Лучшей альтернативой, на наш взгляд, являются бонды золотодобывающих компаний, в частности, короткий выпуск Petropavlovsk POGLN 22, предлагающий YTM 5,98%.

**Ирина Ализаровская**

[irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru](mailto:irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru)



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

|   |            |
|---|------------|
| Доходы населения снизились, но пока не отражают масштаба проблем                          | 27.04.2020 |
| Промышленность пока не сдалась под натиском карантина                                     | 23.04.2020 |
| Правительство расширяет антикризисные меры  | 15.04.2020 |
| Страны ОПЕК+ близки к соглашению, в 2020 г. добыча в России может упасть на ~7,3% г./г.   | 10.04.2020 |
| Импорт все сильнее ощущает сокращение внутренних инвестиций                               | 09.04.2020 |
| Внешняя торговля первой из макроиндикаторов ощутила мировой негатив                       | 07.04.2020 |
| Борьба с вирусом без остановки ключевых отраслей  | 03.04.2020 |
| Сокращение добычи нефти на 10-15 млн барр. даже с участием США кажется технически сложным | 03.04.2020 |
| Карантинные меры: цена высока, но люди важнее   | 02.04.2020 |

### Инфляция

|   |            |
|---|------------|
| Инфляция остается «на карантине», падение цен на нефть не повлияет на стоимость бензина | 23.04.2020 |
| Инфляция продолжает расти, но в большей степени не из-за девальвации                    | 09.04.2020 |
| Инфляция: минимальное ускорение в марте   | 07.04.2020 |

### Монетарная политика ЦБ

|  |            |
|--|------------|
| ЦБ РФ снизил ставку, намекнув на продолжение смягчения | 27.04.2020 |
| Ставка «на карантине»                                  | 06.04.2020 |

### Бюджетная политика

|  |            |
|--|------------|
| Федеральный бюджет: несмотря на эпидемию, нацпроекты сохраняют высокий приоритет | 13.04.2020 |
|--|------------|

### Рынок облигаций

|   |            |
|---|------------|
| Обесценение нефти не мешает спросу на ОФЗ: участники увидели огромный потенциал для снижения ключевой ставки? | 23.04.2020 |
| Аукционы: ралли забрало всю привлекательность у ОФЗ   | 22.04.2020 |
| План заимствований на 2 кв.: ситуация кардинально поменялась, а планы нет                                     | 15.04.2020 |
| Участники поверили в скорое снижение ключевой ставки  | 09.04.2020 |

### Валютный рынок

|  |            |
|--|------------|
| Платежный баланс: данные за 1 кв. не успели отразить негатив                           | 14.04.2020 |
| Лишь повышение интервенций во 2 кв. сможет защитить рубль при дальнейшем падении нефти | 01.04.2020 |
| Скорость ослабления рубля заставила ЦБ РФ действовать                                  | 19.03.2020 |

### Денежный рынок

|  |            |
|--|------------|
| Отток ликвидности продолжает давить на RUONIA      | 24.04.2020 |
| Препятствий для снижения ключевой ставки почти нет | 20.04.2020 |

### Банковский сектор

|   |            |
|---|------------|
| Отток валюты и усиление дефицита рублевой ликвидности   | 27.04.2020 |
| Послабления ЦБ помогут, но не уберегут банки от убытков | 30.03.2020 |



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

### Нефтегазовая отрасль

Газпром  
Газпром нефть  
Лукойл

Новатэк  
Роснефть

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА  
Евраз  
ПМХ/Кокс  
Металлоинвест  
ММК  
НЛМК

Норильский Никель  
Русал  
Северсталь  
ТМК  
Polyus

### Телекоммуникации и медиа

VEON  
Мегафон

МТС  
Ростелеком

### Химическая промышленность

ЕвроХим  
СИБУР

Уралкалий  
ФосАгро

### Розничная торговля

X5  
Магнит

Лента  
О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро  
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот  
Global Ports

### Прочие

АФК Система



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## АО «Райффайзенбанк»

---

Адрес 119121, Смоленская-Сенная площадь, 28  
Телефон (+7 495) 721 9900  
Факс (+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

|                    |  |                             |
|--------------------|--|-----------------------------|
| Анастасия Байкова  | <a href="mailto:research@raiffeisen.ru">research@raiffeisen.ru</a> | (+7 495) 225 9114           |
| Денис Порывай      |  | (+7 495) 221 9843           |
| Станислав Мурашов  |  | (+7 495) 221 9845           |
| Ирина Ализаровская |  | (+7 495) 721 9900 доб. 8674 |
| Сергей Либин       |  | (+7 495) 221 9838           |
| Андрей Полищук     |  | (+7 495) 221 9849           |
| Сергей Гарамита    |  | (+7 495) 721 9900 доб. 1836 |
| Егор Макеев        |  | (+7 495) 221 9851           |
| Михаил Солодов     |  | (+7 495) 221 9852           |

### Продажи

---

|                      |  |                   |
|----------------------|--|-------------------|
| Антон Кеняйкин       | <a href="mailto:sales@raiffeisen.ru">sales@raiffeisen.ru</a> | (+7 495) 721 9978 |
| Вероника Чистотинова |  | (+7 495) 721 9971 |
| Александр Зайцев     |  | (+7 495) 981 2857 |

### Торговые операции

---

|                   |  |                   |
|-------------------|--|-------------------|
| Карина Клевенкова |  | (+7 495) 721 9983 |
| Илья Жила         |  | (+7 495) 221 9847 |

### Рынки долгового капитала

---

|                    |  |                             |
|--------------------|--|-----------------------------|
| Олег Корнилов      | <a href="mailto:bonds@raiffeisen.ru">bonds@raiffeisen.ru</a> | (+7 495) 721 2835           |
| Александр Булгаков |  | (+7 495) 221 9848           |
| Елена Ганушевич    |  | (+7 495) 721 9937           |
| Михаил Шапедько    |  | (+7 495) 221 9857           |
| Артем Суняев       |  | (+7 495) 721 9900 доб. 5435 |

### Рынки акционерного капитала

---

|                 |  |                             |
|-----------------|--|-----------------------------|
| Артем Клецкин   |  | (+7 495) 721 9900 доб. 5786 |
| Сергей Фомичев  |  | (+7 495) 721 9900 доб. 5705 |
| Кирилл Чудновец |  | (+7 495) 721 9900 доб. 5716 |
| Павел Еремеев   |  | (+7 495) 721 9900 доб. 5793 |



# #RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

## ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU)<sup>1</sup>, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/ЕС (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXlRvNCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

<sup>1</sup> Требования Директивы 2014/65/ЕС об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.