29 мая 2020 г.

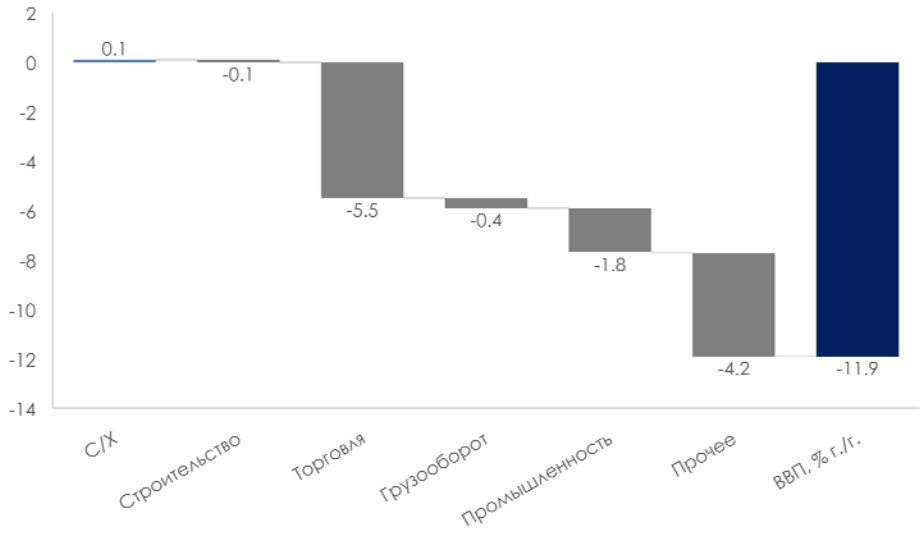
Сегодня в фокусе	**Экономика**	Экономика пока переносит вирус лучше ожиданий
	Рынок корпоративных облигаций	Газпром нефть: выплата высоких дивидендов за 2019 г. не позволит снизить долговую нагрузку в этом году

Экономика

Экономика пока переносит вирус лучше ожиданий

Вчера МЭР опубликовало оперативную оценку ВВП за апрель (-11,9% г./г.). Оценка проводится на основе данных месячной статистики и не включает значительную часть экономики, по которой нет оперативных данных (в первую очередь, по государственному сектору – образование, здравоохранение, оборона, социальная сфера, а также по финансовому). В обычное время точность такой оценки ВВП достаточно высока, но сейчас, как мы полагаем, данные могут разойтись с оценками Росстата (первые данные за 2 кв. выйдут не раньше августа). Тем не менее, масштаб просадки существенно не поменяется, и оценки МЭР уже позволяют сделать предварительные выводы о том, что первые последствия «коронакризиса» для России оказались слабее ожиданий и значительно меньше, чем, например, в США. В России, судя по апрельским данным, падение экономики вряд ли сильно превысит 10% г./г. во 2 кв.

Структура падения ВВП в апреле



Источник: МЭР, оценки Райффайзенбанка

Исходя из данных МЭР, почти все ключевые отрасли просели в апреле, что неудивительно в условиях действующих ограничений, режима

самоизоляции, а также падения спроса на большинство экспортных товаров. Фактически единственным исключением стала продукция сельского хозяйства (+3,1% г./г.), отрасль как раз поддержал экспорт.

При этом основная масса отраслей упала не столь значимо. Мы уже отмечали достаточно умеренную просадку промышленности (-6,6% г./г.), сравнительно небольшое падение показали и другие отрасли – транспортный сегмент (-6% г./г.), строительство (-2,3% г./г.). В целом можно отметить, что если бы не падение оптовой и розничной торговли (ее негативный вклад оказался самым существенным) и ухудшение собираемости налогов (они наряду с добавленной стоимостью включаются в ВВП), то просадка экономики была бы гораздо меньше.

Пока, судя по оперативным индикаторам, ситуация вряд ли ухудшится в ближайшие месяцы (обрабатывающая промышленность в мае уже чувствовала себя немного лучше, были сняты ограничения со строительного сегмента). Негатива в мае добавит старт ограничений по соглашению ОПЕК++, но мы полагаем, что цифры по экономике в целом по итогам мая могут оказаться более позитивными, чем в апреле.

По итогам этого года мы сохраняем наш прогноз по ВВП на уровне -5% г./г. Пока же за 4 месяца экономика просела на ~2% г./г.

Станислав Мурашов
stanislav.murashov@raiffeisen.ru

Рынок корпоративных облигаций

Газпром нефть: выплата высоких дивидендов за 2019 г. не позволит снизить долговую нагрузку в этом году

Вчера Газпром нефть (BBB-/Baa2/BBB) опубликовала финансовые результаты за 1 кв. 2020 г., которые оказались ожидаемо слабыми по выручке, EBITDA и чистой прибыли, в то время как свободный денежный поток превзошел ожидания и оказался положительным. Тем не менее, мы оцениваем результаты нейтрально с точки зрения кредитного профиля компании ввиду ее сравнительно низкой долговой нагрузки.

Негативная рыночная конъюнктура отрицательно сказалась на EBITDA

Сокращение выручки в 1 кв. 2020 г. было обусловлено снижением цен на нефть (-18,5% кв./кв. Urals в рублевом выражении до 3,2 тыс. руб./барр.), а также падением объемов реализации нефти (-4,9% кв./кв. до 6 млн т) и нефтепродуктов (-2,7% кв./кв. до 11 млн т) на фоне значительного сокращения закупок (-17,1% кв./кв. до 2,86 млн т в сумме) и соответствующего снижения трейдинговой активности из-за негативного влияния мер против распространения коронавируса. В то же время, данные факторы были частично компенсированы ростом цен на мазут (+1% кв./кв.) после падения в 4 кв. 2019 г. в преддверии IMO 2020, а также относительно стабильными ценами реализации нефтепродуктов на внутреннем рынке и в СНГ (-3,7% кв./кв. и -2,0% кв./кв., соответственно). В итоге выручка компании сократилась на 16% кв./кв., в то время как

снижение EBITDA оказалось более существенным (-47% кв./кв.) на фоне падения чистых экспортных цен из-за негативного эффекта лага экспортной пошлины (эффект "ножниц Кудрина"). Более того, увеличение неденежных расходов на фоне убытков от курсовых разниц (-31,9 млрд руб.) и рост амортизации (+22,7% кв./кв. до 58,3 млрд руб.) из-за обесценения нефтегазовых активов компании привели к чистому убытку за квартал.

Свободный денежный поток составил 16 млрд руб. благодаря оптимизации оборотного капитала и снижению капзатрат

С другой стороны, операционный денежный поток Газпром нефти в 1 кв. 2020 г. получил значительную поддержку от высвобождения оборотного капитала (более 80 млрд руб.) и составил 134 млрд руб. Помимо этого, компания сократила капитальные затраты на 21% кв./кв. до 118 млрд руб. (включая покупку лицензий) в основном благодаря снижению инвестиций в переработку, маркетинг и сбыт. В результате, несмотря на почти двукратное сокращение EBITDA, свободный денежный поток Газпром нефти оказался положительным и составил 16 млрд руб.

Переоценка валютных обязательств и падение EBITDA привели к росту долговой нагрузки

Помимо этого, компания также отразила прибыль около 4 млрд руб. в виде процентов по выданным займам и поступлений от продажи основных средств. Свободные средства были частично направлены на погашение долговых обязательств в размере 12,5 млрд руб., а также обязательств по аренде на сумму 2,6 млрд руб. В итоге с учетом эффекта от изменения курса (18,7 млрд руб.) общий объем денежных средств (включая краткосрочные депозиты) увеличился на 20,5 млрд руб. до 238 млрд руб. В то же время, общий долг вырос до 777 млрд руб. (с 715 млрд руб. в 4 кв. 2019 г.) в результате валютной переоценки части обязательств. В совокупности с падением показателя EBITDA это привело к росту долговой нагрузки Газпром нефти до 0,99x Чистый долг/EBITDA LTM, которая, тем не менее, остается на сравнительно невысоком уровне.

Ожидается дальнейший рост долговой нагрузки Газпром нефти в 2020 г.

В целом мы считаем, что в 2020 г. вероятен дальнейший рост долговой нагрузки компании. Так, по нашим оценкам, чистый операционный денежный поток Газпром нефти (с учетом эффекта от изменений в оборотном капитале) в 2020 г. может составить более 450 млрд руб. В то же время, капитальные затраты, по прогнозам менеджмента, должны сократиться до 360 млрд руб. (с 450 млрд руб. в 2019 г.). В результате свободный денежный поток (после выплаты процентов) может составить 90 млрд руб. Однако в этом году Газпром нефти предстоит выплатить 94 млрд руб. в виде финальных дивидендов за 2019 г., для чего компания может частично использовать накопленные денежные средства на балансе. Краткосрочная задолженность, размер которой составляет 29 млрд руб., также может быть погашена из текущего объема денежных средств либо рефинансирована. При этом Газпром нефть, вероятнее всего, не будет выплачивать промежуточные дивиденды за 2020 г. из-за ожидаемого убытка по результатам 1П на фоне падения операционной прибыли и роста неденежных расходов. В итоге мы ожидаем, что рост чистого долга наряду с сокращением EBITDA может привести к росту

долговой нагрузки компании выше 1,5x Чистый долг/EBITDA по итогам 2020 г.

в млн руб., если не указано иное	**1 кв. 2020**	4 кв. 2019	изм.	**1 кв. 2020**	1 кв. 2019	изм.
Выручка*	**534 754**	639 622	-16%	**534 754**	606 364	-12%
EBITDA	**72 425**	137 538	-47%	**72 425**	156 362	-54%
Рентабельность по EBITDA	**13,5%**	21,5%	-8,0 п.п.	**13,5%**	25,8%	-12,2 п.п.
Чистая прибыль	**-12 625**	85 337	-115%	**-12 625**	112 672	-
Чистая рентабельность	**отриц.**	13,3%	-	**отриц.**	18,6%	--
Операционный поток	**133 711**	148 775	-10%	**133 711**	168 596	-21%
Капвложения	**-117 678**	-149 408	-21%	**-117 678**	-89 596	+31%
Свободный денежный поток	**16 033**	- 633	-	**16 033**	79 000	-80%
в млн руб., если не указано иное			**31 марта 2020**		31 дек. 2019	изм.
Совокупный долг, в т.ч.			**777 034**		715 228	+9%
Краткосрочный долг			**28 925**		30 198	-4%
Долгосрочный долг			**748 109**		685 030	+9%
Чистый долг			**539 065**		497 748	+8%
Чистый долг/EBITDA LTM**			**0,99x**		0,79x	-

*Валовая выручка
**EBITDA за последние 12 месяцев
Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Евробонды SIBNEF 23, как и остальные российские евробонды, котируются с расширенным спредом к суверенной кривой: спред SIBNEF 23 – RUSSIA 23 составляет 100 б.п. против 50-60 б.п. в начале года. Однако в абсолютном выражении доходность находится на минимуме (<YTM 2,5%). В сравнении с другими бумагами близкого кредитного рейтинга бонды эмитента оценены справедливо. Лучшей альтернативой мы считаем российские суверенные выпуски, которые имеют потенциал для ценового роста в случае дальнейшего роста цен на нефть и/или снижения доходностей UST.

Андрей Полищук
andrey.polischuk@raiffeisen.ru

Денис Порывай
denis.poryvay@raiffeisen.ru

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Самоизоляция стоила ритейлу четверти продаж	27.05.2020
Промышленность в апреле: нерабочие дни прошли "по касательной"	22.05.2020
Импорт и экспорт ушли «на карантин»	21.05.2020
Третий пакет поддержки: выплаты населению и налоговые каникулы	12.05.2020
Опрос ФОМ: доходы падают, но инфляционные ожидания стабильны	07.05.2020
Взлет розничных продаж в марте: люди делают запасы и «заедают» стресс	28.04.2020
Доходы населения снизились, но пока не отражают масштаба проблем	27.04.2020
Промышленность пока не сдалась под натиском карантина	23.04.2020

Инфляция

Ограничительные меры распространяются и на инфляцию	08.05.2020
Инфляция остается «на карантине», падение цен на нефть не повлияет на стоимость бензина	23.04.2020

Монетарная политика ЦБ

ЦБ готов к агрессивному смягчению	25.05.2020
ЦБ РФ снизил ставку, намекнув на продолжение смягчения	27.04.2020

Бюджетная политика

Средства от сделки по Сбербанку спасли бюджет от дефицита в апреле	19.05.2020

Рынок облигаций

Нерезиденты и покупают, и не покупают	14.05.2020
Аукционы: ЦБ продолжает подстегивать спрос на ОФЗ	13.05.2020
Аукционы: "голубиные" высказывания главы ЦБ РФ поспособствуют большому спросу	29.04.2020
Обесценение нефти не мешает спросу на ОФЗ: участники увидели огромный потенциал для снижения ключевой ставки?	23.04.2020

Валютный рынок

Платежный баланс: падение выплаты дивидендов удержало сальдо в плюсе	18.05.2020
Интервенции обеспечивают стабильный рубль лишь при условии подавленного импорта	15.05.2020
Платежный баланс: данные за 1 кв. не успели отразить негатив	14.04.2020

Денежный рынок

Месячное РЕПО от ЦБ РФ пока не конкурентно	26.05.2020
Отток ликвидности продолжает давить на RUONIA	24.04.2020

Банковский сектор

Отток валюты и усиление дефицита рублевой ликвидности	27.04.2020

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

АО «Райффайзенбанк»

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

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+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	sales@raiffeisen.ru	(+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	bonds@raiffeisen.ru	(+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

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)[1], 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 в сети Интернет https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer;jsessionid=XgiCnWE3tsXLrVnCC6c2YWt, 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».

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