



20 ноября 2020 г.

Рынок корпоративных облигаций

Газпром нефть: сокращение налоговых льгот замедлит восстановление в 2021 г.

Вчера Газпром нефть (BBB-/Baa2/BBB) опубликовала финансовые результаты за 3 кв. 2020 г., которые продемонстрировали значительное восстановление по сравнению со слабым 2 кв. 2020 г., а долговая нагрузка осталась на комфортном уровне.

Рост цен на нефть и увеличение объемов переработки привели к значительному улучшению финансовых результатов кв./кв.

Положительное влияние на показатели компании в 3 кв. оказал рост цен на нефть (средняя цена Urals в рублевом выражении выросла на 40% кв./кв. до 3,2 тыс. руб.), а также увеличение добычи углеводородов (+1% кв./кв. до 123 млн барр.) и объемов переработки нефти (+16% кв./кв. до 10,7 млн т). С другой стороны, рост выручки был частично сдержан более стабильными ценами реализации нефтепродуктов на внутреннем рынке (+11% кв./кв.), которые в меньшей степени подвержены влиянию колебаний нефтяных цен благодаря налоговому механизму. В результате выручка компании повысилась на 35% кв./кв. до 537 млрд руб., при этом рост EBITDA оказался более существенным (+82% кв./кв. до 113 млрд руб.) благодаря увеличению рентабельности экспорта, а также снижению транспортных расходов (-15% кв./кв. до 31 млрд руб.). Чистая прибыль Газпром нефти также продемонстрировала рост (+51% кв./кв. до 30 млрд руб.), однако положительный эффект от увеличения EBITDA для чистой прибыли был частично нивелирован значительными убытками от курсовых разниц (30 млрд руб.).

Свободный денежный поток вернулся в положительную зону и составил 50 млрд руб.

Помимо роста EBITDA кв./кв. дополнительную поддержку операционному денежному потоку компании в 3 кв. 2020 г. оказал существенный положительный эффект от высвобождения оборотного капитала (36 млрд руб.), а также полученные дивиденды от совместных предприятий на сумму более 3 млрд руб. (преимущественно от Акртикгаза). Более того, в 3 кв. Газпром нефть также сократила капитальные затраты на 25% кв./кв. в основном благодаря снижению инвестиций в сегменте «Разведка и добыча» на 39% кв./кв., что соответствует программе оптимизации капитальных вложений из-за ограничений ОПЕК+. В итоге свободный денежный поток компании вновь стал положительным и составил 50 млрд руб.

Долговая нагрузка выросла до 1,7х на фоне валютной переоценки долга и сокращения показателя LTM EBITDA

В 3 кв. 2020 г. Газпром нефть также получила 40 млрд руб. от продажи основных средств, еще 7 млрд руб. в виде процентов, а также привлекла 2 млрд руб. чистых заемных средств. В свою очередь, компания выплатила дивиденды (включая неконтролирующим акционерам) в размере 99 млрд руб. Помимо этого, в отчетном периоде Газпром нефть также погасила обязательства по аренде на сумму 4 млрд руб. В итоге с учетом положительного эффекта от изменения валютного курса (6 млрд руб.) объем денежных средств на

балансе компании (включая краткосрочные депозиты) вырос на 2 млрд руб. до 144 млрд руб. В то же время, объем долга Газпром нефти увеличился на 53 млрд руб. до 794 млрд руб., что, по нашему мнению, связано с переоценкой валютной части обязательств на фоне ослабления рубля в 3 кв. 2020 г. В итоге чистый долг компании повысился до 650 млрд руб., а долговая нагрузка – до 1,7х Чистый долг/ЕБИТДА LTM.

Ожидаемое сокращение налоговых льгот не позволит существенно снизить долговую нагрузку в 2021 г.

По нашим оценкам, по итогам 2020 г. долговая нагрузка Газпром нефти может приблизиться к уровню 2,0х. При этом мы считаем, что ее дальнейшее снижение в 2021 г. будет незначительным, так как свободный денежный поток будет направлен на дивиденды, а его существенному росту будет препятствовать ожидаемое увеличение налоговой нагрузки компании в связи с изменениями в налогообложении нефтяной отрасли в России с 1 января 2021 г. Мы ожидаем, что Газпром нефть (наряду с Татнефтью) в наибольшей степени пострадает от ужесточения налогового режима, которое коснется одного из ключевых месторождений компании по объему налоговых льгот – Новопортовского месторождения. По нашим оценкам, в результате принятых налоговых поправок компания лишится более 72 млрд руб. налоговых льгот в 2021 г. При этом предоставленный ей вычет по НДС, максимальный размер которого составляет 12 млрд руб. в год (на 2021-23 гг.), лишь частично компенсирует увеличение налоговой нагрузки. Таким образом, в следующем году совокупный негативный эффект от налоговых изменений, по нашему мнению, может составить более 60 млрд руб., или 14% от прогнозной ЕБИТДА Газпром нефти. Тем не менее, в 2021 г. показатель ЕБИТДА Газпром нефти, по нашим оценкам, увеличится примерно на 15% относительно уровня 2020 г.

Спред выпуска SIBNEF 23, как и остальных российских евробондов, заметно сузился к суверенной кривой РФ со 100 б.п. в конце августа до 70 б.п., что обусловлено восстановлением долларовых цен на нефть (транслировавшимся в повышение рублевых цен на нефть). В абсолютном выражении доходность находится на уровне YTM 2%, что может быть интересным выбором в рамках ультраконсервативного портфеля для нерезидентов РФ (у которых налоговая база не определяется рублевой стоимостью бумаг).

В нефтегазовом сегменте наша идея (от 4 июня 2020 г.) покупать LUKOIL 30 против продажи GAZPRU 30 реализовалась: премия превратилась в дисконт по доходности, что справедливо, учитывая соотношение автономных кредитных метрик эмитентов (перевес в пользу ЛУКОЙЛа). Длинный выпуск GAZPRU 37 торгуется с расширившимся спредом 96 б.п. к суверенной кривой (Russia 35) против 67 б.п. в сентябре, что, скорее всего, стало реакцией на размещение бессрочных бондов и финансовую отчетность компании. Мы считаем вероятным сужение этого спреда, учитывая улучшение конъюнктуры на рынке газа.

Для резидентов РФ альтернативой в сегменте бумаг 1-го эшелона мы считаем российские суверенные выпуски, которые имеют льготное налогообложение (в сравнении с негосударственными выпусками для резидентов РФ).

в млн руб., если не указано иное	3 кв. 2020	2 кв. 2020	изм.	9М 2020	9М 2019	изм.
Выручка	536 741	398 265	+35%	1 449 574	1 871 438	-23%
ЕБИТДА	113 164	62 230	+82%	247 819	490 402	-49%
Рентабельность по ЕБИТДА	21,1%	15,6%	+5,5 п.п.	17,1%	26,2%	-9,1 п.п.
Чистая прибыль	29 898	19 769	+51%	37 042	336 751	-89%
Чистая рентабельность	5,6%	5,0%	+0,6 п.п.	2,6%	18,0%	-15,4 п.п.
Операционный поток	136 902	38 656	+3,5x	309 269	460 301	-33%
Капвложения	-86 471	-115 677	-25%	-319 826	-313 226	+2%
Свободный денежный поток	50 431	-77 021	-	-10 557	147 075	-
в млн руб., если не указано иное		30 сент. 2020			30 июня 2020	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		793 607			740 229	+7%
Краткосрочный долг		58 682			26 947	+2,2x
Долгосрочный долг		734 925			713 282	+3%
Чистый долг		650 006			598 757	+9%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*		1,69x			1,37x	-

*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

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

Доходы в 3 кв. восстановились за счет социальных выплат и зарплат	02.11.2020
ВВП не сошел с пути восстановления в сентябре	22.10.2020
Потребительский сектор в сентябре: "холодильник" продолжил сдавать позиции отдыху	22.10.2020
Росстат помог промышленности почувствовать оптимизм	16.10.2020
Импорт в сентябре: взрывной рост после небольшого отката в августе	12.10.2020
Структура ВВП за 2 кв.: потребление в минусе, но экспорт в плюсе	05.10.2020
Рынок труда: последствия кризиса будут ощущаться еще долго	02.10.2020

Инфляция

Инфляция в сентябре: без негативных сюрпризов	07.10.2020
Ослабление рубля – не главная причина роста инфляционных ожиданий	28.09.2020

Монетарная политика ЦБ

Негативные эффекты второй волны не снимают с повестки снижение ставки в декабре	26.10.2020
ЦБ сохранит паузу в снижении ставки и сделает ее траекторию более прозрачной в перспективе	20.10.2020

Бюджетная политика

Бюджетный стимул стоит «на пороге»	15.10.2020
Минфин пробует мобилизовать нефтегазовые доходы	01.10.2020

Рынок облигаций

Аукционы: Минфин даже не надеется найти спрос на классику	03.11.2020
Аукционы ОФЗ: дебютный день, банки продолжают наращивать чистый долг перед ЦБ	28.10.2020
Аукционы: ухудшение ситуации с рублевой ликвидностью не помеха огромному спросу	21.10.2020
Аукционы: Минфин уходит без лимита в длину, а банки пошли за дорогими рублями в ЦБ РФ	14.10.2020
Аукционы: Минфин проявил неожиданную щедрость	08.10.2020
Аукционы: тема санкций ушла из цен ОФЗ, локальные участники вновь обеспечат успех	07.10.2020

Валютный и денежный рынок

Платежный баланс: объемы "съели" большую часть ценового роста нефти, сохраняется большой вывоз капитала	13.10.2020
Курс рубля ушел выше равновесия, но это нормально	29.09.2020

Банковский сектор

Нехватка валютной и рублевой ликвидности давит на их стоимость	30.10.2020
--	------------



#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
Petrovavlovsk

Телекоммуникации и медиа

VEON
Мегафон

МТС
Ростелеком

Электроэнергетика

Русгидро
ФСК

Розничная торговля

X5
Магнит

Лента
О'Кей

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	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
Всеволод Остапов		(+7 495) 721 9900 доб. 5021
Андрей Захаров		(+7 495) 721 9900 доб. 5520

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

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)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 <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer?sessionId=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».

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