



6 марта 2020 г.

## Сегодня в фокусе

### Экономика

Росстат: инвестиционный «бум» 2018 г. оказался еще более существенным

### Рынок корпоративных облигаций

РусГидро: уголь продолжает «бить» по EBITDA

## Экономика

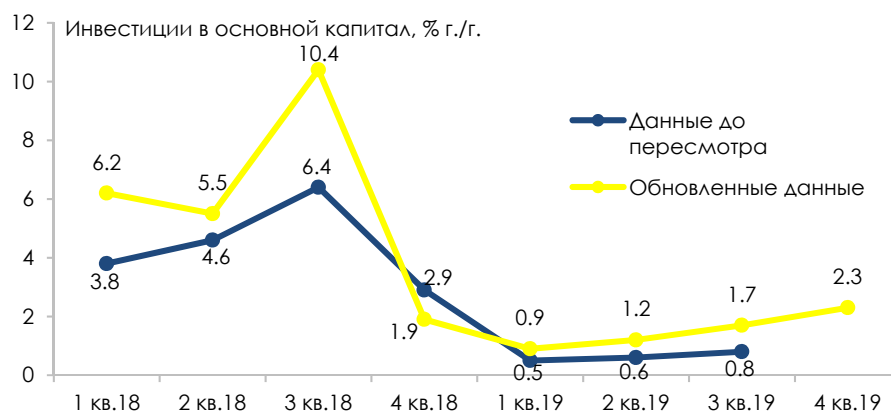
### **Росстат: инвестиционный «бум» 2018 г. оказался еще более существенным**

На днях Росстат опубликовал данные по инвестициям в основной капитал за 2019 г. и пересмотрел уже имевшиеся данные за 2018-2019 гг. Общая цифра за прошлый год (1,7% г./г.) оказалась более чем в два раза лучше предварительной динамики, посчитанной по старым данным (0,7% г./г.).

Конечно, мы предполагали, что последний квартал будет лучше остальных из-за расходов по нацпроектам – так, собственно, и произошло (2,3% г./г. в 4 кв. 2019 г.), но все же основным фактором улучшения годовой цифры послужил пересмотр данных за 9М 2019 г. (1,3% г./г. против 0,7% г./г. ранее).

Обращает на себя внимание и существенный пересмотр данных за 2018 г. Напомним, что в том году Росстат с каждым новым релизом постепенно пересматривал цифру по росту инвестиций вверх, доводя ее до заметных 4,3% г./г. Столь существенный рост происходил в отсутствие серьезной и широкомасштабной экономической активности и был сюрпризом для всех. Тогда ведомство объяснило это финализацией проекта Ямал-СПГ, инвестиции в который были отнесены на 2018 г. (из-за особенности их статистического учета). Сейчас Росстат вновь пересмотрел данные за 2018 г., увеличив динамику до 5,4% г./г. Какие еще инвестиции, найденные Росстатом, привели к улучшению этой цифры, для нас пока не ясно.

Итоги этого пересмотра в очередной раз наводят нас на мысль, что хотя инвестиции и важны для экономики, очевидно, что их рост во многих случаях не является индикатором повсеместного и широкомасштабного восстановления экономической активности: в лучшем случае он может быть строго локальным, в худшем – проявиться лишь «на бумаге» (из-за изменений в методике подсчета).



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

**Станислав Мурашов**

stanislav.murashov@raiffeisen.ru

+7 495 221 9845

## Рынок корпоративных облигаций

### Уголь продолжает давить на EBITDA...

#### РусГидро: уголь продолжает «бить» по EBITDA

РусГидро (BBB-/Ваа3/BBB-) вчера опубликовала финансовую отчетность за 4 кв. 2019 г. по МСФО, которую мы оцениваем нейтрально с точки зрения кредитного профиля. При этом Дальний Восток все еще оказывает давление на финансовые результаты из-за затрат на топливо (которые в 4 кв. 2019 г. выросли на 8% г./г. до 21,5 млрд руб., а по году в целом - на 10% до 71 млрд руб.), а также снижения субсидий (на 12% г./г. в 4 кв. до 10,6 млрд руб. и на 4% до 40 млрд руб. за год).

### ...несмотря на рост гидровыработки в конце года

В итоге, несмотря на рост гидровыработки в 4 кв. на 47% г./г. в более прибыльном Центральном регионе, что компенсировало падение цен на электроэнергию и увеличило EBITDA гидроэлектростанций на 10% г./г. (или на 1,8 млрд руб.), EBITDA по группе продолжила снижаться (-5% г./г. до 27,1 млрд руб.) при росте выручке на 6% до 119 млрд руб. Повышение выручки частично может быть объяснено новыми менее маржинальными техприсоединениями на Дальнем Востоке, которые транслируются в операционные расходы через услуги сторонних организаций.

В целом за 2019 г. выручка выросла лишь на 2% г./г., а EBITDA упала еще сильнее, чем в 4 кв. (на 11% до 97,5 млрд руб.), что помимо указанного роста топливных затрат тепловых станций и снижения дальневосточных субсидий было также вызвано падением гидровыработки на 4% г./г. (при снижении цен на электроэнергию в Сибири на 2% г./г.). Чистая прибыль за год упала на 84% г./г. до 5 млрд руб. из-за ожидаемых ранее списаний (в основном по новым проектам на Дальнем Востоке

в объеме 54 млрд руб.), при этом на дивиденды из-за нового дивидендного правила снижение прибыли повлиять не должно: они могут остаться примерно на уровне прошлого года (15,7 млрд руб.).

**Долговая нагрузка еще ниже из-за поступления денег от продажи доли в Интер РАО**

Несмотря на падение EBITDA, благодаря получению в 4 кв. оставшихся 12 млрд руб. за проданную долю в Интер РАО (4,9%) чистый долг компании снизился на 11% кв./кв. до 143 млрд руб., а долговая нагрузка - с 1,6х до 1,5х Чистый долг/EBITDA.

**Свободный денежный поток должен остаться в отрицательной зоне и в этом году из-за пика инвестиций...**

Как и ожидалось, свободный денежный поток по году оказался в отрицательной зоне (-12 млрд руб. против 6 млрд руб. годом ранее) из-за роста капитальных затрат (на 11% г./г. до 75 млрд руб. без капитализированных процентов) и падения EBITDA. Тем не менее, часть капвложений в связи с задержками проектов была перенесена на этот год, и в целом инвестиции должны возрасти до 92 млрд руб. без НДС. С учетом этого пика капвложений мы ожидаем, что свободный денежный поток в 2020 г. останется отрицательным, даже несмотря на ввод в феврале Зарамагской ГЭС-1 (с прогнозной годовой EBITDA около 10 млрд руб.) и новые тарифы на Дальнем Востоке со 2П 2020 г., которые хотя бы частично могут компенсировать предыдущий рост топливных затрат.

**... однако на долговой нагрузке это сильно не скажется**

Тем не менее, даже принимая во внимание отрицательный прогнозируемый свободный денежный поток и сохранение дивидендов в объеме 15-16 млрд руб., долговая нагрузка к концу этого года, по нашим оценкам, не должна сильно вырасти (до 1,6-1,7х Чистый долг/EBITDA). Более того, у компании остается существенная «подушка» ликвидности (236 млрд руб., вкл. невыбранные кредитные линии на конец января 2020 г.), которой вместе с прогнозным операционным денежным потоком (80-90 млрд руб.) более чем достаточно для погашения краткосрочного долга (39 млрд руб.), капвложений (92 млрд руб.), дивидендов и даже для новой программы модернизации на Дальнем Востоке (171 млрд руб. до 2026 г., инвестиции начнутся в следующем году).

В млрд руб., если не указано иное	4 кв. 2019	4 кв. 2018	изм.	2019	2018	изм.
Выручка	119,0	111,7	+6%	406,6	400,4	+2%
Скоррект. EBITDA	27,1	28,7	-5%	97,5	109,7	-11%
Рентабельность по EBITDA	23%	26%	-3 п.п.	24%	27%	-3 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-32,4	-16,0	-	5,1	31,2	-84%
Операционный поток	30,3	26,9	+13%	75,7	84,6	-10%
Капвложения	23,4	22,2	+6%	74,8	67,4	+11%
Свободный денежный поток*	3,6	2,8	+31%	-11,7	5,6	-

В млрд руб., если не указано иное	31 дек. 2019	30 сент. 2019	изм.
Совокупный долг, в т.ч.**	230,5	228,1	+1%
Краткосрочный долг	39,4	48,5	-19%
Долгосрочный долг	191,0	179,6	+6%
Чистый долг	142,6	160,2	-11%
Чистый долг/EBITDA LTM***	1,46x	1,62x	-

\* После процентов; \*\*Вкл. обязательства по форвардному контракту перед ВТБ; \*\*\*EBITDA за последние 12 месяцев  
 Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Сергей Гарамита**

sergey.garamita@raiffeisen.ru

+7 495 721 9900 (1836)



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Дезинфляция помогает улучшить динамику потребительского спроса	21.02.2020
Росстат опять по-новому взглянул на промпроизводство	18.02.2020
Продажа акций Сбербанка поддержит социальные инициативы?	12.02.2020
Бюджетный фактор подстегнул рост экономики в конце 2019 г.	04.02.2020
Неожиданные трансферты из бюджета – единственный фактор для ускорения потребительских расходов в 2020 г.	29.01.2020
Нацпроекты – единственная надежда промышленности на ускорение	27.01.2020
Страхи перед коронавирусом давят на нефть	24.01.2020
Новое Правительство: ослабит ли бюджет давление на экономику?	22.01.2020
Новое Правительство, прежние задачи	16.01.2020

### Инфляция

Ускоренная техническая дезинфляция второстепенна для ЦБ	13.01.2020
---	------------

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ в шаге от стимулирующей политики	10.02.2020
Заседание ЦБ: стоит ли спешить, когда снижение ставки – вопрос времени?	07.02.2020
Коронавирус пока не фактор для изменения политики ЦБ РФ	30.01.2020
Ускоренная дезинфляция вряд ли станет поводом для дальнейшего снижения ключевой ставки	23.01.2020

### Бюджетная политика

Отставание в исполнении бюджетных расходов, видимо, останется в прошлом	20.01.2020
---	------------

### Рынок облигаций

Аукционы: высокий интерес к ОФЗ заставляет вводить лимиты	19.02.2020
Ажиотаж во время вируса	06.02.2020
Предложение бумаг от Минфина в 2020 г. может оказаться больше, чем готов принять рынок	16.01.2020

### Валютный рынок

Платежный баланс: январь оказался хуже наших оценок	14.02.2020
Курс рубля, скорее всего, не заметит продажу Сбербанка	12.02.2020

### Денежный рынок

Рост бюджетной дисциплины улучшит ситуацию с ликвидностью	21.01.2020
«Авральное» исполнение бюджета потребовало рекордного использования средств Казначейства под конец года	17.01.2020

### Банковский сектор

Высокий запас валютной ликвидности, несмотря на оттоки	14.01.2020
--	------------



# #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.