



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Polyus Gold (-/BB-/BB-): итоги 2015 г. по МСФО.**

## Polyus Gold (-/BB-/BB-): итоги 2015 г. по МСФО.

Polyus Gold представила сильные финансовые результаты за 2015 г., в частности по рентабельности бизнеса, что в целом было ожидаемо. Несмотря на нисходящую динамику цен на золото, выручка в 2015 г. сократилась на 2,2% г/г до 2,19 млрд долл., в том числе благодаря наращиванию объемов реализации и производства золота. Прибыльность осталась на высоком уровне – EBITDA margin достигла 57,9% («+12,7 п.п.» г/г). Свой вклад внесла девальвация рубля, а также контроль над издержками, что позволили заметно снизить ТТС (на 28%). Первое полугодие 2016 г. также может оказаться для Polyus Gold успешным на фоне заметного роста цен на золото. Метрика Чистый долг/EBITDA по итогам 2015 г. снизилась до 0,1х с 0,3х в 2014 г., короткий долг был незначительным и покрывался ликвидностью в 2,04 млрд долл. Впрочем, метрика пока не отражает привлеченной в январе 2016 г. кредитной линии на 2,5 млрд долл. сроком 7 лет, которые могут пойти на выкуп акций компании. Соответственно уровень долга повысится и с учетом данного кредита может оказаться в районе 2,5х метрики Чистый долг/EBITDA. Рейтинговые агентства в феврале уже отреагировали понижением рейтингов компании – Fitch с «BBB-» до «BB-», S&P – с «BB+» до «BB-», что нашло отражение в снижении котировок евробонда Polyus2015-20 (YTM 5,96%/3,56 г.). В настоящее время выпуск торгуется на уровне бумаг эмитентов с рейтингом «BB», дальнейшее движение котировок скорее возможно вместе с рынком, хотя сильный результат по итогам 2015 г. может поддержать бумаги.

*Polyus Gold представила отчетность за 2015 г. по МСФО...*

**Комментарий.** Вчера Polyus Gold представила сильные финансовые результаты за 2015 г. по МСФО, в частности по рентабельности бизнеса, что в целом было ожидаемо. Отметим, джерсийская Polyus Gold последний раз отчиталась в качестве головной структуры холдинга, теперь центр смещается в российскую Полюс Золото.

*Результаты ожидаемо оказались сильными, в частности по EBITDA...*

Так, несмотря на нисходящую динамику цен на золото (ср. цена реализации «-6% г/г» по компании), выручка Polyus Gold в 2015 г. сократилась на только 2,2% г/г до 2,19 млрд долл., в том числе благодаря наращиванию объемов реализации и производства золота на 4,6% г/г до 1 768 тыс. унц. и 4,0% г/г до 1 763 тыс. унц. соответственно. При этом по-прежнему основной вклад в выручку компании обеспечивает месторождение Олимпиада, на которую приходится около 43% всех продаж («+4% г/г»), другие рудники почти все также показывали положительную динамику. Кроме того, по данным компании, был получен позитивный эффект в размере 116 млн долл., который внесла реализуемая программа хеджирования цен в рамках стабилизации выручки, при этом в 2016 г. были подписаны новые хедж-контракты на 600 тыс. унц. золота.

*Несмотря на снижение ср. цен реализации на золото, EBITDA margin достигла рекордных 58% на фоне девальвации рубля и снижения ТСС и AISC...*

При этом прибыльность бизнеса Polyus Gold, как и по итогам полугодия, осталась на рекордно высоком уровне – EBITDA margin достигла 57,9%, прибавив за год на 12,7 п.п. Свой вклад внесла девальвация рубля, а также контроль над издержками, что позволило заметно снизить ТТС на 28% г/г до 424 долл./унц. и AISC – на 32% г/г до 610 долл./унц.

Первое полугодие 2016 г. также может оказаться для Polyus Gold успешным на фоне заметного роста цен на золото и слабом рубле, компания сможет удержать высокие уровни 2015 г.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Polyus Gold (МСФО)		
	2014	2015	Изм. %
Производство золота, тыс. унц.	1 696	1 763	4,0
Объем реализации, тыс. унц.	1 691	1 768	4,6
Ср. цена реализации золота, долл./унц.	1 300	1 221	-6,1
ТСС, долл./унц.	585	424	-27,5
Выручка	2 239	2 189	-2,2
Операционный денежный поток	866	1 076	24,2
ЕБИТДА	1 011	1 268	25,4
ЕБИТДА margin	45,2%	57,9%	12,7 п.п.
Чистая прибыль	615	901	46,5
margin	27,5%	41,2%	13,7 п.п.
	2014	2015	Изм. %
Активы	4 814	4 936	2,53
Денежные средства и эквиваленты	1 486	2 039	37,2
Долг	1 813	2 185	20,5
краткосрочный	90	38	-57,8
долгосрочный	1 723	2 147	24,6
Чистый долг	327	146	-55,4
Долг/ЕБИТДА	1,8	1,7	
Чистый долг/ЕБИТДА	0,3	0,1	

Источники: данные компании, PSB Research

**Метрика Чистый долг/ЕБИТДА снизилась до 0,1х против 0,3х в 2014 г...**

**У компании сформирована солидная «подушка» ликвидности в 2,04 млрд долл...**

**Риски рефинансирования остаются низкими, в графике погашений нет крупных выплат до 2018 г...**

**Метрики не отражают привлеченной Полиус Золото в конце января 2016 г. кредитной линии Сбербанк на 2,5 млрд долл...**

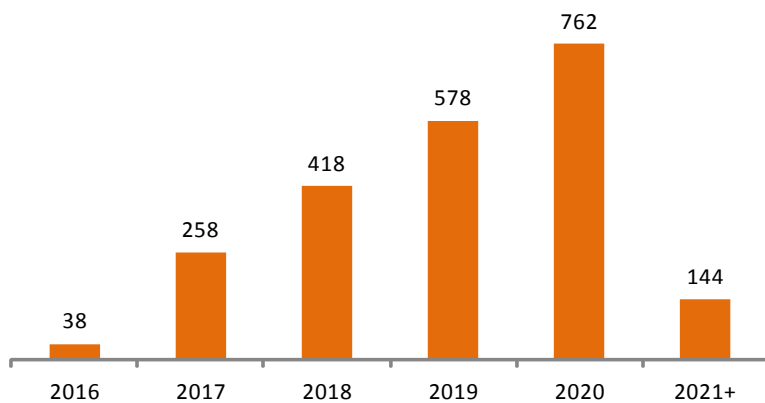
**Средства могут пойти на buyback до 33,14% акций компании...**

**С учетом кредита и buyback уровень долга повысится – метрика Чистый долг/ЕБИТДА может оказаться в районе 2,5х...**

**Fitch и S&P в феврале уже понизили рейтинги Polyus Gold до «BB-»...**

По итогам 2015 г. долговая нагрузка Polyus Gold снизилась – метрика Долг/ЕБИТДА составила 1,7х против 1,8х в 2014 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 0,1х против 0,3х в 2014 г., что является довольно низким значением. При этом короткий долг был несущественным и полностью покрывался имеющейся «подушкой» ликвидности в размере 2,04 млрд долл., которую удалось нарастить, в том числе в результате сокращения инвестиций на 37% г/г до 487 млн долл.

**График погашения долга Polyus Gold (на 31.12.2015 г.), млн долл.**



Источники: данные компании, PSB Research

Впрочем, данные цифры не отражают привлеченной Полиус Золото в конце января 2016 г. кредитной линии Сбербанк на 2,5 млрд долл. сроком 7 лет, которые могут пойти на выкуп акций компании. Отметим, что Полиус Золото вчера объявило о намерении провести buyback до 33,14% своих акций и ADR на общую сумму до 255,298 млрд руб. (около 3,5-3,6 млрд долл.).

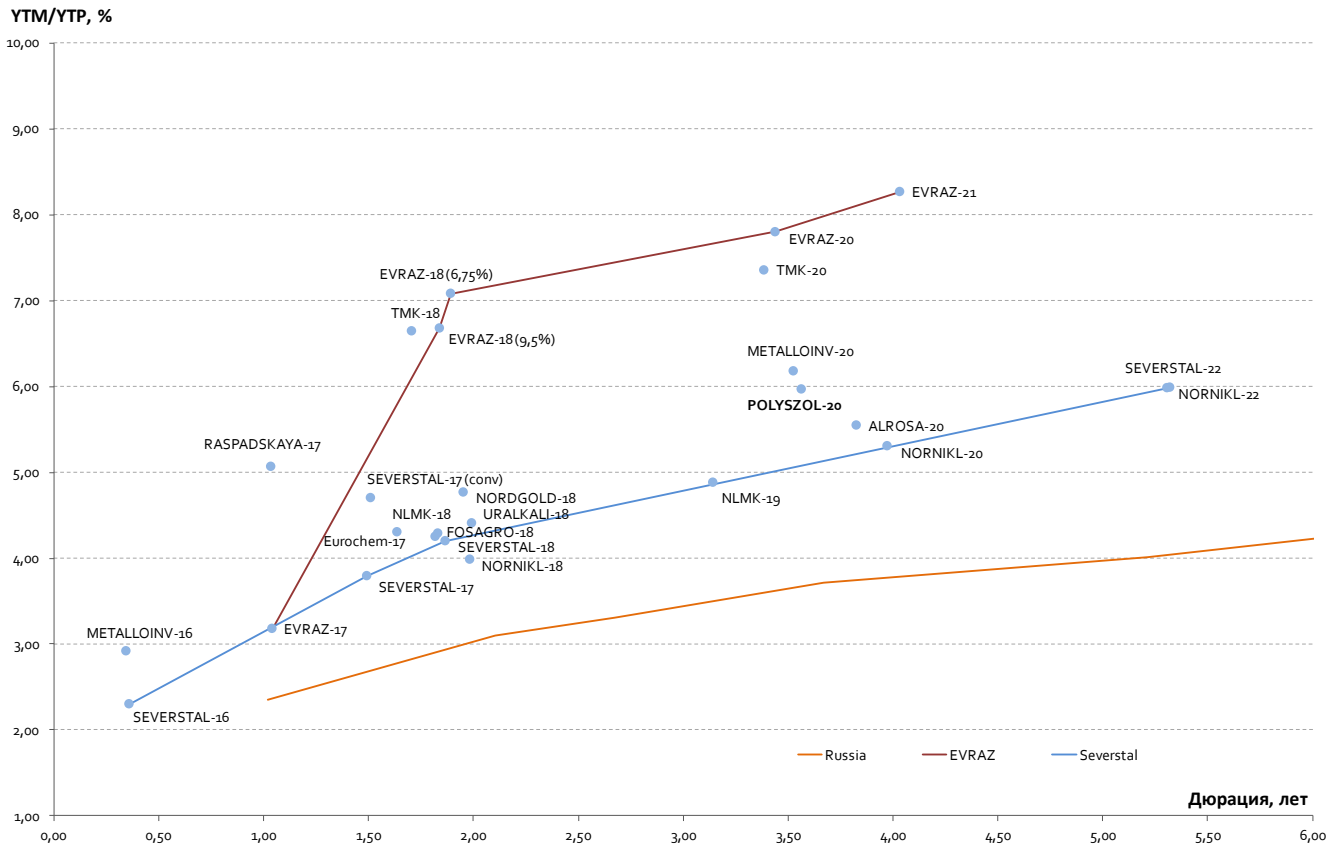
С учетом привлеченных кредитных средств и намерений компании провести buyback на довольно крупную сумму, уровень долга группы вероятно повысится – метрика Чистый долг/ЕБИТДА, по нашим оценкам, может оказаться в районе 2,5х. При этом размер Capex на 2016 г., по данным компании будет выше, чем в 2015 г. (487 млн долл.).

В свою очередь, рейтинговые агентства в феврале уже отреагировали на делистинг Polyus Gold с LSE, а также вероятный buyback акций, в том числе с привлечением кредитных средств. В частности, Fitch понизило рейтинг Polyus Gold с «BBB-» до «BB-», S&P – с «BB+» до «BB-», что нашло отражение в снижении котировок евробонда Polyuszol-20 (YTM 5,96%/3,56 г.).

**Евробонд Polyszol-20 и рублевые выпуски торгуются на уровне бумаг эмитентов с рейтингом «BB»...**

В настоящее время евробонд торгуется на уровне бумаг эмитентов с рейтингом «BB», дальнейшее движение котировок скорее возможно вместе с рынком, хотя сильный результат по итогам 2015 г. может поддержать бумаги. Выпуски рублевых облигаций Полюс Золото серий БО-02 и БО-03 остаются низколиквидными, серия БО-01 с доходность выше 12% находится вблизи значений бумаг эмитентов с рейтингом «BB».

**Доходности еврооблигаций российских эмитентов**



**Александр Полютов**

## Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

### PSB RESEARCH

**Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов**

**Илья Фролов**

**Екатерина Крылова**

**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Дмитрий Монастыршин**

**Дмитрий Грицкевич**

**Алексей Егоров**

**Александр Полютов**

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко**

**Ольга Целинина**

**Дмитрий Иванов**

**Константин Квашнин**

**Собаев Руслан**

**Евгений Жариков**

**Борис Холжигитов**

**Устинов Максим**

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин**

**Александр Сурпин**

**Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков**

**Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко**

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2016 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.