



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


Полюс Золото (-/BB-/): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.
Полюс Золото (-/BB-/): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.

Полюс Золото представил сильные финансовые результаты за 1 пол. 2016 г., в первую очередь, с точки зрения рентабельности бизнеса. Выручка увеличилась на 6,2% г/г, достигнув 1,082 млрд долл., за счет роста объемов реализации золота на 5% г/г до 837 тыс. унц. Показатель EBITDA вырос на 16,5% до 691 млн долл., а маржа по EBITDA достигла рекордного уровня 63,9% (+5,7 п.п. г/г). Такое улучшение связано со снижением издержек на добычу золота из-за девальвации рубля и сокращения затрат на топливо. Отметим, что по уровню AISC Полюс один из самых низкокзатратных производителей золота в мире. В целом, по итогам 2016 г. компания покажет сильные результаты. В то же время с 2017 г. мы ожидаем роста издержек в отрасли, что будет оказывать давление на маржу, но она у Полюса все равно будет на высоком уровне в диапазоне 40-50%. Долговая нагрузка Полюс Золото по итогам 1 пол. значительно возросла в сравнении с 2015 г., что явилось следствием проведенного компанией buyback акций на 3,423 млрд долл. При этом ключевые показатели остались на приемлемых уровнях: метрика Долг/EBITDA составила 3,5x против 1,5x в 2015 г., Чистый долг/EBITDA – 2,5x против 0,4x соответственно. Доходности еврооблигаций Polyus-20 (YTM 4,17%/3,29 г.) находятся вблизи доходностей эмитентов с рейтингами «BB» с премией 15-20 б.п., что не позволяет рассчитывать на заметный рост их котировок, хотя кредитная премия еще может немного сократиться.

Полюс Золото представил отчетность за первое полугодие 2016 г. по МСФО...

Комментарий. Полюс Золото представил сильные финансовые результаты за 1 пол. 2016 г., в первую очередь, с точки зрения рентабельности бизнеса. Выручка увеличилась на 6,2% г/г, достигнув 1,082 млрд долл. Показатель EBITDA вырос на 16,5% до 691 млн долл., а маржа по EBITDA достигла рекордного уровня 63,9% (+5,7 п.п. г/г).

Компании удалось извлечь выгоду из ослабления курса рубля: ТСС сократился на 13,5% до 377 долл./унц. при росте себестоимости в рублях на 14%...

Благодаря росту цен на золото с начала года почти на 25%, средняя цена первого полугодия 2016 г. достигла 1222 долл. за унц., что на 1,3% превышает значение за аналогичный период 2015 г. Цены реализации компании соответственно прибавили 1,7%. Рост выручки был также за счет роста объемов реализации золота на 4,8% до 837 тыс. унц. (при росте добычи на 4% до 839 тыс. унц.). Эти результаты во многом обеспечил ключевой сегмент компании, Красноярская бизнес-единица, включающая месторождения Олимпиадинское, Благодатное и Титимухта. Темпы прироста выручки сегмента равнялись 23,3%, а его доля в общей структуре превысила 75%.

Благодаря сохранению высоких цен на золото и девальвации рубля EBITDA margin достигла рекордных 63,9% (+5,7п.п.)...

Компании также удалось извлечь выгоду из ослабления курса рубля: суммарные денежные затраты по реализованному золоту (ТСС) упали на 13,5% до 377 долл./унц. при росте себестоимости в рублях на 14%. Коммерческие и административные расходы сократились на 10% в долларовом выражении. Как итог, показатель EBITDA вырос на 16,5% до 691 млн долл., а и без того высокая маржа по EBITDA достигла рекордного уровня 63,9% (+5,7п.п.). Более волатильные показатели чистой прибыли и чистой рентабельности сократились соответственно на 6,5% (до 405 млн долл.) и на 5,1 п.п. (до 37,4%). Такая динамика обусловлена отражением в отчетности убытка в размере 142 млн долл., полученного в результате изменения справедливой стоимости опционных позиций компании, а также большим объемом налоговых выплат.

Однако операционный денежный поток остался на уровне первого полугодия 2015 г...

Возросшие суммы уплаченных налогов оказали влияние и на чистый операционный денежный поток, который сократился на 7,5% до 479 млн. долл. Но основной причиной его сокращения стали курсовые корректировки в размере 257 млн долл.

На данный момент котировки золота находятся вблизи максимумов года, что позволяет сделать оптимистичный прогноз касательно итоговых результатов Полюс Золото за 2016 г. Важно отметить, что по состоянию на 30 июня 2016 г. компания исполнила все форвардные контракты на поставку золота по цене 1321 долл./унц., заключенные в 2014 г., в полном объеме. Текущая рыночная цена 1356 долл./унц. дает возможность захеджироваться на немного лучших условиях.

В то же время с 2017 г. мы ожидаем роста издержек в отрасли, что будет оказывать давление на маржу, но она у Полюса все равно будет на высоком уровне в диапазоне 40-50%.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Полюс Золото (МСФО)		
	1 пол.2015	1 пол.2016	Изм. %
Производство золота, тыс. унц.	784	839	4,0
Объем реализации, тыс. унц.	799	837	4,8
Ср. цена реализации золота, долл./унц.	1 202	1 223	1,7
ТСС, долл./унц.	436	377	-13,5
Выручка	1 019	1 082	6,2
Операционный денежный поток	518	479	-7,5
ЕБИТДА	593	691	16,5
ЕБИТДА margin	58,2%	63,9%	5,7 п.п.
Чистая прибыль	433	405	-6,5
margin	42,5%	37,4%	-5,1 п.п.
	2015	1 пол.2016	Изм. %
Активы	4 936	4 935	-0,02
Денежные средства и эквиваленты	2 039	1 382	-32,2
Долг	2 185	4 851	122,0
краткосрочный	38	138	3,6x
долгосрочный	2 147	4 713	119,5
Чистый долг	146	3 469	24x
Долг/ЕБИТДА	1,7	3,5	
Чистый долг/ЕБИТДА	0,1	2,5	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка компании ожидаемо выросла на 176,3% до 4,85 млрд долл. после проведения buyback на сумму 3,351 млрд долл...

По итогам 1 пол. 2016 г. долговая нагрузка Полюс Золото значительно выросла: метрика Долг/ЕБИТДА составила 3,5x против 1,7x на конец 2015 г., Чистый долг/ЕБИТДА достиг 2,5x против 0,1x полугодовой давности. Главной причиной послужил проведенный в марте выкуп собственных обыкновенных акций со стороны компании, на который ушло 3,423 млн долл. Для финансирования этой операции Полюс Золото привлекла долгосрочные кредиты в долларах США с плавающей процентной ставкой USD LIBOR + маржа от 0.55% до 4,95%. Объем задолженности по кредитам данного типа вырос почти на 3 млрд долл. до 3,351 млрд, из которых 2,5 млрд пришли по кредитной линии Сбербанка сроком 7 лет.

Сильные результаты по ЕБИТДА позволили сохранить кредитные метрики на приемлемых уровнях...

Столь радикальные изменения уровней долговой нагрузки уже были учтены заранее ведущими рейтинговыми агентствами. В феврале Fitch понизило рейтинг Polyus Gold с «BBB-» до «BB-» с негативным прогнозом, S&P – с «BB+» до «BB-», прогноз Стабильный. 30 мая Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта ПАО «Полюс» на уровне «BB-» с Негативным прогнозом и одновременно отозвало его по коммерческим причинам. Агентством ожидалось, что отношение чистого долга к ЕБИТДА превысит 3,0x в 2017 г., но вышедшая отчетность и текущие цены на золото пока позволяют рассчитывать на более позитивный сценарий.

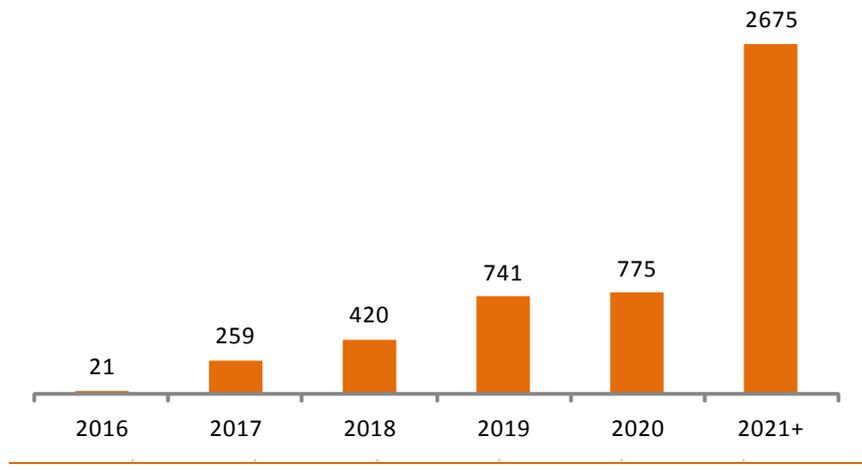
Долг/ЕБИТДА – 3,5x, Чистый долг/ЕБИТДА – 2,5x

Ликвидная позиция компании не вызывает опасений, краткосрочный долг по-прежнему незначителен...

Ликвидная позиция эмитента не вызывает опасений. Краткосрочный долг в размере 138 млн долл., несмотря на рост в 3,5 раза, по-прежнему остается несущественным для компании, имеющей 1,382 млрд долл. денежных средств на счетах.

Риски рефинансирования остаются низкими, в графике погашений нет крупных выплат до 2019 г...

График погашения долга Polyus Gold (на 30.06.2016 г.), млн долл.



Источники: данные компании, PSB Research

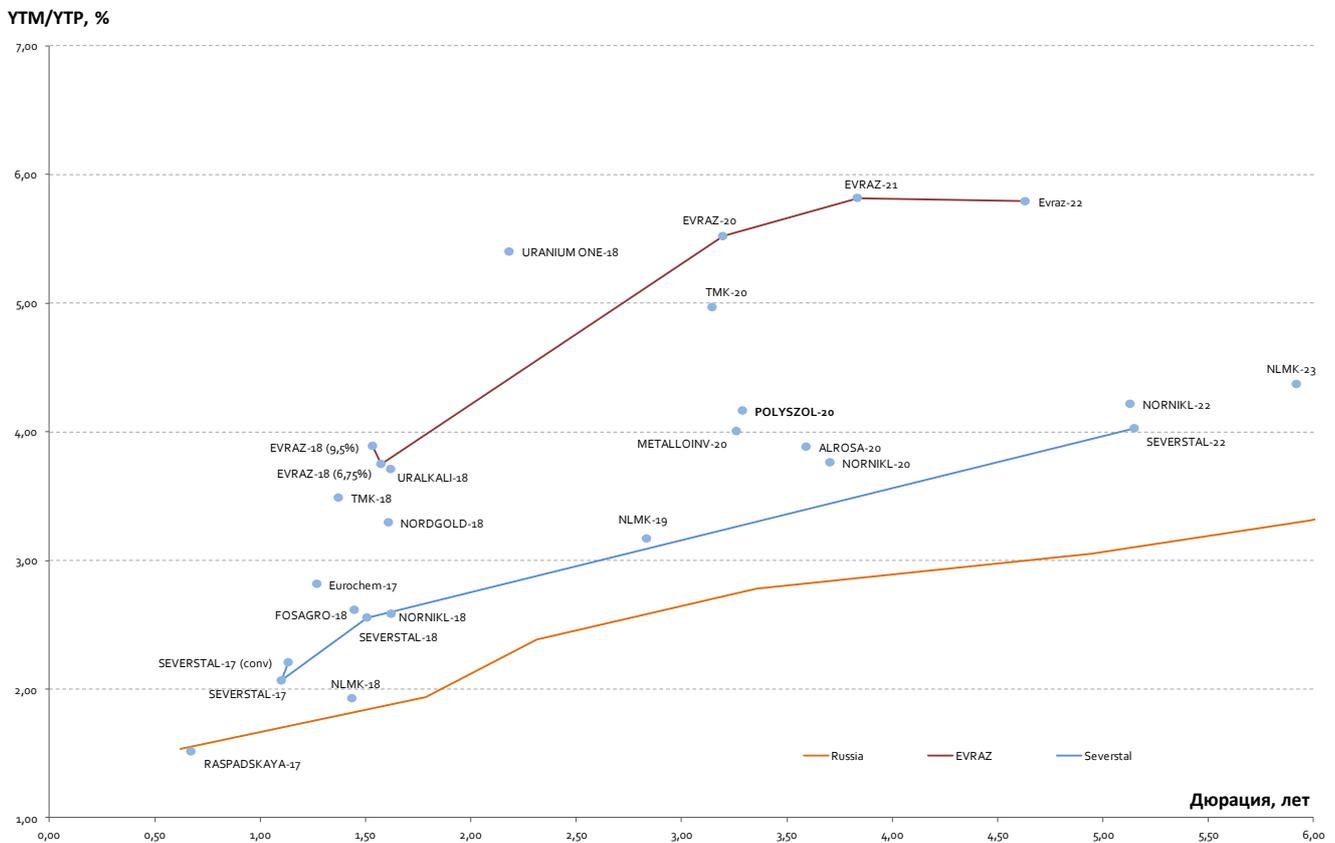
После февральского понижения рейтинга от Fitch и S&P до «BB-», ведущие агентства не изменили свой взгляд на эмитента...

Евробонд Polyuszol-20 и рублевые выпуски торгуются с небольшой премией к бумагам эмитентов с рейтингом «BB»...

Выпуск еврооблигаций компании, POLYZSOL-20, с погашением в апреле 2020 г. торгуется с доходностью 4,08%/4,27%. Текущие премии составляют 30 б.п. к ALROSA-20 и 18 б.п. к METALLOINV-20, имеющим рейтинги «BB» от S&P и Fitch. На наш взгляд, данные значения выглядят справедливыми, тем не менее, вышедшие результаты могут локально привести к небольшому сокращению кредитной премии.

Выпуски рублевых облигаций Полюс Золото серий БО-02 и БО-03 остаются низколиквидными, серия БО-01 с доходностью 10% находится вблизи значений бумаг эмитентов с рейтингом «BB» и не представляет спекулятивного интереса.

Доходности еврооблигаций металлургического и горнодобывающего сектора



Роман Насонов

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>
PSB RESEARCH
Николай Кащеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ
Дмитрий Монастыршин

Monastyrshin@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Алексей Егоров

EgorovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полюттов

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Роман Насонов

NasonovRS@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА
Евгений Локтюхов

LoktyukhovEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов

FrolovIG@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Екатерина Крылова

KrylovaEA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ
Дмитрий Иванов
Операции на финансовых рынках
Руслан Сibaев
FICC
Пётр Федосенко
Еврооблигации

+7 (495) 705-97-57

Константин Квашнин
Рублевые облигации

+7 (495) 705-90-69

Евгений Жариков
ОФЗ, длинные ставки

+7 (495) 705-90-96

Михаил Маркин
Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities

+7 (495) 411-5133

Алексей Кулаков
Павел Демещик
FX, короткие ставки

+7 (495) 705-9758

Евгений Ворошнин
Денежный рынок

+7 (495) 411-5132

Сергей Устиков
РЕПО

+7 (495) 411-5135

Александр Орехов
Акции

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ
Ольга Целинина
Операции с институциональными клиентами Fixed Income

+7 (495) 705-97-57

Филипп Аграчев
Александр Сурпин
Центр экспертизы для корпоративных клиентов
Александр Борисов
Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные

+7 (495) 228-39-22

Дмитрий Божьев
продукты
Виктория Давитиашвили
Владислав Риман
Олег Рабец
Конверсионные и валютные форвардные операции

+7 (495) 733-96-28

Александр Ленточников
Игорь Федосенко
Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

+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.