



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Сбербанк (Ba2/-/BBB-) отчитался за 2015 г. по МСФО.



Норникель (Ba1/BBB-/BBB-): результаты 2015 г. по МСФО.



Евраз (Ba3/BB-/BB-): итоги 2015 г. по МСФО.

## Сбербанк (Ba2/-/BBB-) отчитался за 2015 г. по МСФО.

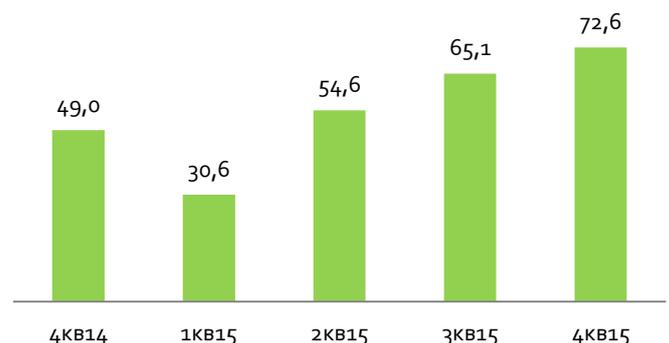
Сбербанк презентовал консолидированную отчетность по МСФО за 2015 г., показав улучшение квартальной динамики по прибыли. В то же время рост расходов на создание резервов и увеличение стоимости фондирования в первом полугодии обусловил снижение прибыли Сбербанка в 2015 году по сравнению с предыдущим годом на 23,2%. Результаты Сбербанка за 2015 год выглядят лучше средних показателей по российской банковской системе. Сбербанк имеет более качественный кредитный портфель (NPL90+ составляет 5%) и более высокие показатели рентабельности (ROE=10,2%). В 2016 году Сбербанк ожидает роста чистой процентной маржи и улучшение показателя рентабельности собственных средств до 13% – 15%. Учитывая потенциал улучшения финансовых показателей, евробонды Сбербанка, по нашим ожиданиям, в перспективе могут показать сокращение премии к суверенной кривой.

В 2015 г. финансовые показатели Сбербанка оказались под давлением роста просроченной задолженности по кредитам. Показатель NPL 90+ вырос с 3,2% до 5,0%. Расходы на создание резервов под обесценение выросли с 361,4 млрд до 475,2 млрд руб..

**Комментарий.** Сбербанк по данным МСФО за 2015 г. заработал чистую прибыль 222,9 млрд руб. По сравнению с прошлым годом прибыль сократилась на 23,2%, что обусловлено ростом стоимости фондирования, а также увеличением расходов на формирование резервов на возможные потери по кредитам. Показатель NPL90+ в течение 2015 г. вырос с 3,2% до 5,0%. На этом фоне Сбербанк увеличил отчисления в резервы под обесценение кредитного портфеля. Вместе с ростом просроченной задолженности в 2015 г. увеличился объем реструктуризированных ссуд. Доля реструктуризированной задолженности в кредитном портфеле выросла с 13,2% до 17,2%. Пик роста проблемной задолженности пришелся на третий квартал, когда показатель NPL90+ вырос до 5,4%. В четвертом квартале доля неработающих кредитов сократилась до 5,0%. Проблемная задолженность полностью зарезервирована. Резерв под обесценение кредитного портфеля в 1,2 раза превышает объем неработающих кредитов.

Прибыль и отчисления в резервы Сбербанка, млрд руб.

Динамика чистой прибыли Сбербанка, млрд руб.



Как и в целом по отрасли у Сбербанка выросла стоимость фондирования. Чистая процентная маржа снизилась с 4,4% до 5,6%...

Результаты второго полугодия 2015 г. оказались заметно лучше, чем в начале года. Поддержку прибыльности Сбербанка оказал рост чистых комиссионных доходов на 59,8 млрд руб. и прибыль от операций с иностранной валютой и производными инструментами в размере 83,1 млрд руб. (8,1 млрд руб. в 2014 г.)...

Достаточность капитала улучшилась за счет капитализации прибыли, пролонгации субординированного займа ЦБ РФ и консервативной стратегии принятия риска на баланс. Коэффициент достаточности общего капитала (Базель-I) улучшился с 12,1% до 12,6%...

По мере снижения стоимости фондирования в 2015 г. чистая процентная маржа Сбербанка восстанавливалась. Показатель рентабельности собственного капитала (ROE) в четвертом квартале 2015 г. составил 12,6%, превысив среднегодовое значение 10,2%. В 2016 г. менеджмент Сбербанка ожидает роста чистой процентной маржи и улучшения показателя ROE до 15%.

Сбербанку в 2015 г. удалось преодолеть ухудшение операционной среды лучше, чем большинству российских банков. Показатель ROE по итогам 2015 г. составил 10,2%, что почти в пять раз лучше среднего по системе. Прибыльность Сбербанка была поддержана ростом чистых комиссионных доходов на 59,8 млрд руб. г/г. Кроме того мы обращаем внимание на значительную прибыль Сбербанка от операций с иностранной валютой, которая составила 83,1 млрд руб., что обеспечило более трети от общей прибыли за 2015 г.

Несмотря на снижение прибыльности, кредитные метрики Сбербанка благодаря господдержке и высокому уровню доверия со стороны клиентов остаются сильными. Сбербанк в 2015 г. увеличил объем привлеченных средств населения с 9,3 трлн руб. до 12,0 трлн руб. Прирост средств населения в Сбербанке составил 29,1% г/г при общем росте вкладов физлиц в России на 25,2%. Приток средств клиентов был использован для сокращения задолженности перед ЦБ. Объем выпущенных собственных долговых ценных бумаг Сбербанка за прошлый год практически не изменился, составив 5,1% от совокупных пассивов Банка.

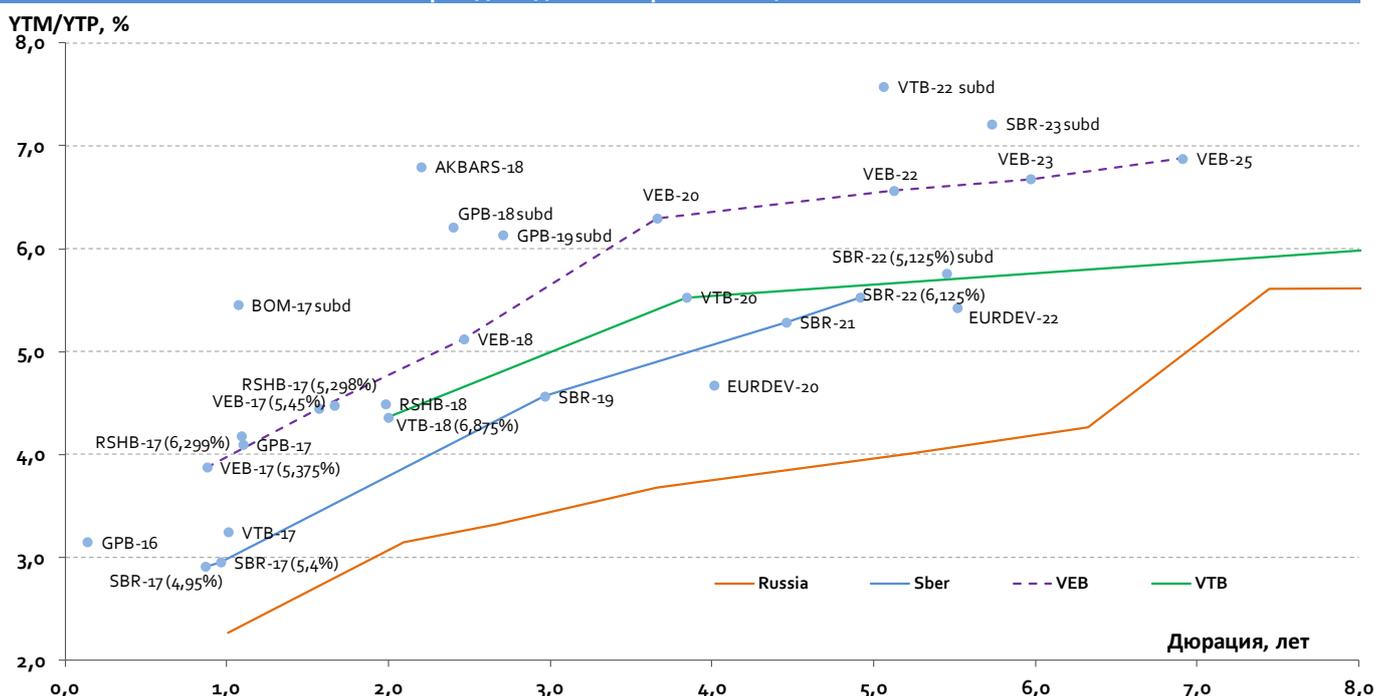
Активы Сбербанка в 2015 г. выросли с 25,2 трлн руб. до 27,3 трлн руб. (+8,5% г/г). Динамика роста Сбербанка незначительно превышает общий рост активов российских банков в 2015 г., который составил 6,9%.

К-т достаточности общего капитала Сбербанка в 2015 г. вырос с 12,1% до 12,6%. Обеспеченность собственными средствами улучшилась за счет капитализации прибыли и пролонгации субординированного займа от ЦБ РФ в размере 500 млрд руб. на 50 лет. Вчера появилась информация о том, что Сбербанк после принятия соответствующих законодательных поправок может учесть данный суборд при расчете капитала первого уровня, что улучшит норматив на 200 б.п.

Вчера котировки евробондов Сбербанка снижались на фоне общей коррекции сегмента российских бумаг. Причем субординированные выпуски Сбербанка с погашением в 2023 г. и 2024 г. падали сильнее рынка, что при стабильных фундаментальных показателях Сбербанка выглядит необоснованно.

/ Дмитрий Монастыршин

**Карта доходности еврооблигаций госбанков**



**Ключевые финансовые показатели Сбербанка (консолидированная МСФО-отчетность)**

| Показатели отчетности, млрд руб.              | 2013    | 2014    | 2015    | Изм. 2015/<br>2014 |
|---|---------|---------|---------|--------------------|
| Активы  | 18 210  | 25 201  | 27 335  | 8,5%               |
| Денежные средства                             | 1 327   | 2 309   | 2 334   | 1,1%               |
| доля в активах                                | 7,3%    | 9,2%    | 8,5%    | -0,7 п.п           |
| Кредиты (net)                                 | 12 934  | 17 757  | 18 728  | 5,5%               |
| Кредиты (gross)                               | 13 544  | 18 626  | 19 924  | 7,0%               |
| доля в активах                                | 71,0%   | 70,5%   | 68,5%   | -2,8%              |
| NPL (>90дн.)                                  | 2,9%    | 3,2%    | 5,0%    | +1,8 п.п.          |
| Финансовые активы                             | 2 040   | 3 039   | 3 441   | 13,2%              |
| доля в активах                                | 11,2%   | 12,1%   | 12,6%   | +0,5 п.п           |
| Средства клиентов                             | 12 064  | 15 563  | 19 798  | 27,2%              |
| доля в пассивах                               | 66,2%   | 61,8%   | 72,4%   | +10,6 п.п          |
| Капитал                                       | 1 881   | 2 020   | 2 375   | 17,6%              |
| доля в пассивах                               | 10,3%   | 8,0%    | 8,7%    | +0,7 п.п           |
| К-т достаточности общего капитала             | 13,4%   | 12,1%   | 12,6%   | +0,5 п.п           |
| Показатели прибыльности, млрд руб.            | 2013    | 2014    | 2015    | Изм. 2015/<br>2014 |
| Чистые процентные доходы                      | 862,2   | 1 019,7 | 988,0   | -3,1%              |
| Чистые комиссионные доходы                    | 220,3   | 259,2   | 319,0   | 13,0%              |
| Создание резервов под обесценение             | -134,9  | -361,4  | -475,2  | 31,5%              |
| Операционные доходы                           | 1 094,8 | 1 300,7 | 1 429,8 | 9,9%               |
| Операционные расходы                          | -504,2  | -565,1  | -623,4  | 10,3%              |
| Прибыль за период                             | 362,0   | 290,3   | 222,9   | -23,2%             |
| Качественные показатели<br>деятельности       | 2013    | 2014    | 2015    | Изм. 2015/<br>2014 |
| ROE   | 20,8%   | 14,8%   | 10,2%   | -4,6 п.п.          |
| Cost / income                                 | 46,1%   | 43,4%   | 43,6%   | +0,2 п.п.          |
| NIM   | 5,9%    | 5,6%    | 4,4%    | -1,2 п.п.          |
| Источники: данные банка, расчеты PSB Research |         |         |         |                    |

## Норникель (Ba1/BBB-/BBB-): результаты 2015 г. по МСФО.

Норникель отчитался за 2015 г. по МСФО – результаты по всем ключевым показателям совпали с ожиданиями рынка. Так, выручка сократилась на 28% (г/г) до 8,5 млрд долл., показатель EBITDA – на 24% (г/г) до 4,3 млрд долл., а EBITDA margin составила 50,3% («+2,4 п.п.» г/г). Чистая прибыль упала на 14% (г/г) до 1,7 млрд долл. Основная причина падения выручки Норникеля связана с сокращением цен на корзину металлов ГМК (никель, медь, МПГ). В то же время EBITDA, благодаря девальвации национальной валюты, упала менее значительно, что стало причиной роста маржи. По нашим оценкам, в 2016 г. средние цены реализации компании могут быть несколько ниже уровня 2015 г., что станет причиной дальнейшего ухудшения показателей, но менее значительно, чем годом ранее. При этом Норникель продолжит показывать высокий уровень рентабельности и генерировать FCF на уровне 2-2,5 млрд долл. Размер долга ГМК в 2015 г. вырос на 31% г/г до 8,3 млрд долл., Чистый долг/EBITDA – 1,0х против 0,6х в 2014 г., что является комфортным уровнем. Запас денежных средств в 4,05 млрд долл. покрывал короткий долг 1,1 млрд долл., риски рефинансирования остаются низкие. Вместе с тем, основная интрига для кредита Норникеля сохраняется и связана с объемными дивидендными выплатами, которые в ситуации низких цен на металлы могут оказать давление на кредитные метрики в 2016-17 гг. Отчетность ГМК совпала с ожиданиями рынка и окажет скорее нейтральное влияние на котировки евробондов Норникеля, их движение вероятно вместе с рынком.

*Норникель отчитался за 2015 г. по МСФО – результаты по всем ключевым показателям совпали с ожиданиями рынка...*

*Выручка сократилась на 28% (г/г) до 8,5 млрд долл., EBITDA – на 24% (г/г) до 4,3 млрд долл., EBITDA margin составила 50,3% («+2,4 п.п.» г/г)...*

*Причина падения выручки Норникеля связана с сокращением цен на корзину металлов ГМК...*

*EBITDA, благодаря девальвации национальной валюты, упала менее значительно, что стало причиной роста маржи...*

**Комментарий.** Вчера Норникель отчитался за 2015 г. по МСФО – результаты по всем ключевым показателям совпали с ожиданиями рынка.

Так, выручка компании сократилась на 28% (г/г) до 8,5 млрд долл., показатель EBITDA – на 24% (г/г) до 4,3 млрд долл., а EBITDA margin составила 50,3% («+2,4 п.п.» г/г). При этом чистая прибыль Норникеля упала на 14% (г/г) до 1,7 млрд долл. Показатель прибыли, очищенной от неденежных списаний, достиг 3,2 млрд долл.

Основная причина падения выручки Норникеля связана с сокращением цен на корзину металлов ГМК (ср. цены на никель «-30%» г/г; медь – «-20%» г/г; МПГ – «-14-24%» г/г). В то же время EBITDA, благодаря девальвации национальной валюты, упала менее значительно, что стало причиной роста маржи.

По нашим оценкам, в 2016 г. средние цены реализации компании могут быть несколько ниже уровня 2015 г., что станет причиной дальнейшего ухудшения показателей, но менее значительно, чем годом ранее. При этом Норникель продолжит показывать высокий уровень рентабельности и генерировать FCF на уровне 2-2,5 млрд долл.

| Ключевые финансовые показатели<br>млн долл. | Норникель (МСФО) |        |          |
|---|------------------|--------|----------|
|   | 2014             | 2015   | Изм. %   |
| Выручка                                     | 11 869           | 8 542  | -28,0    |
| Операционный денежный поток                 | 5 947            | 3 705  | -37,7    |
| EBITDA                                      | 5 681            | 4 296  | -24,4    |
| EBITDA margin                               | 47,9%            | 50,3%  | 2,4 п.п. |
| Чистая прибыль                              | 2 000            | 1 716  | -14,2    |
| margin                                      | 16,9%            | 20,1%  | 3,2 п.п. |
|   | 2014             | 2015   | Изм. %   |
| Активы                                      | 13 149           | 13 371 | 1,7      |
| Денежные средства и их эквиваленты          | 2 793            | 4 054  | 45,1     |
| Долг  | 6 330            | 8 266  | 30,6     |
| краткосрочный                               | 652              | 1 124  | 72,4     |
| долгосрочный                                | 5 678            | 7 142  | 25,8     |
| Чистый долг                                 | 3 537            | 4 212  | 19,1     |
| Долг/EBITDA                                 | 1,1              | 1,9    |          |
| Чистый долг/EBITDA                          | 0,6              | 1,0    |          |

Источники: данные компании, PSB Research

**Долговая нагрузка Норникеля выросла – Чистый долг/EBITDA достигла 1,0х против 0,6х в 2014 г...**

**Риски рефинансирования низкие, уровень долга комфортный...**

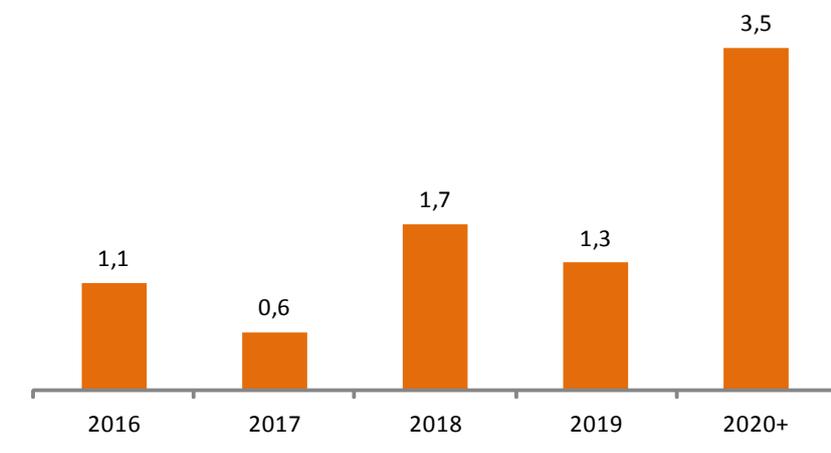
**Объемные дивидендные выплаты в условиях низких цен на металлы могут оказать давление на кредитный профиль ГМК...**

**Менеджмент пока не давал старт процедуре изменения дивидендной политики с основными акционерами...**

**Отчетность компании совпала с ожиданиями рынка и окажет скорее нейтральное влияние на котировки евробондов Норникеля...**

Размер долга компании в 2015 г. вырос на 31% г/г до 8,3 млрд долл., при этом метрика Долг/EBITDA составила 1,9х против 1,1х в 2014 г., Чистый долг/EBITDA – 1,0х против 0,6х соответственно, что является комфортным уровнем. К тому же запас денежных средств на счетах в 4,05 млрд долл. полностью покрывал короткий долг объемом 1,1 млрд долл.

**График погашения долга Норникель (31.12.2015 г.), млрд долл.**



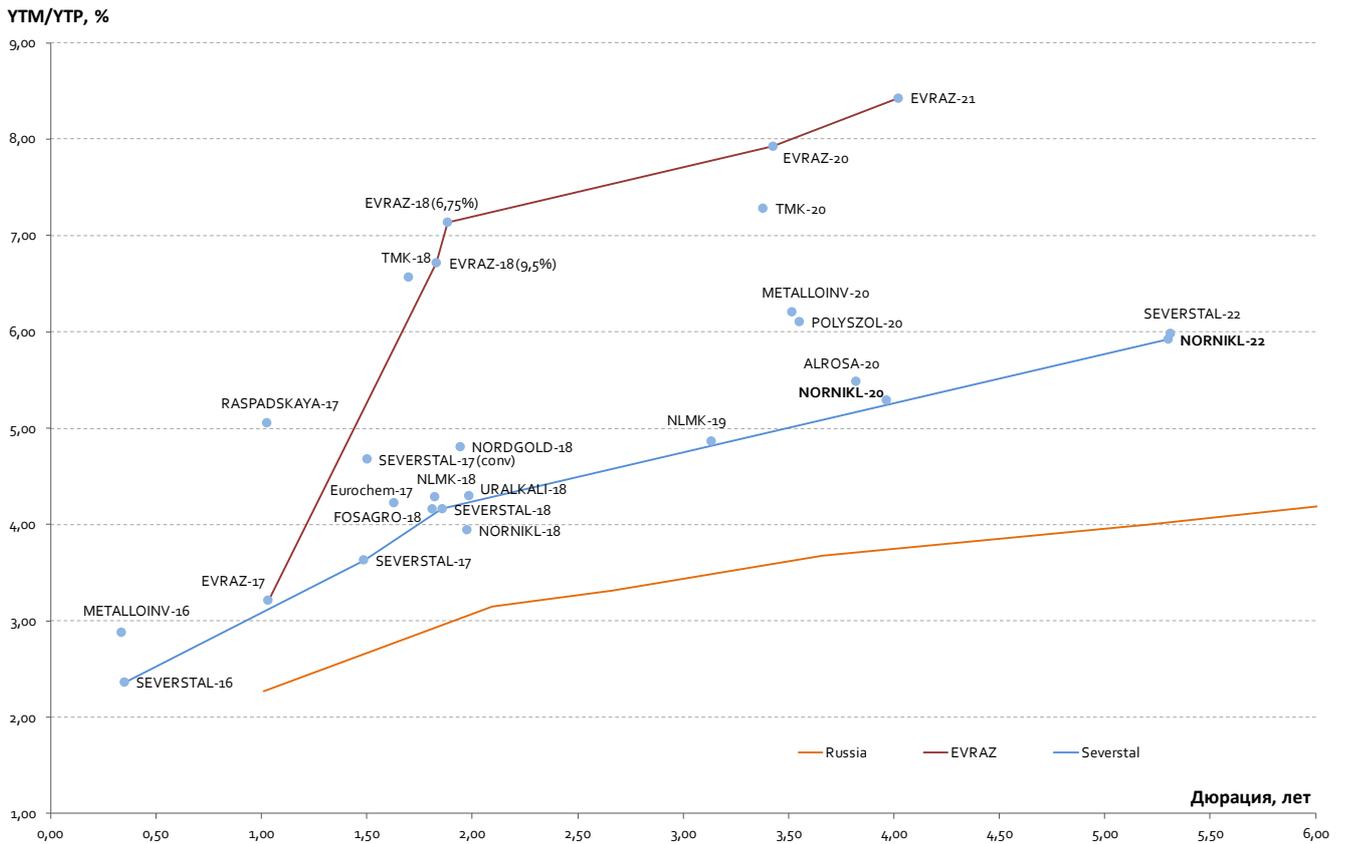
Источники: данные компании, PSB Research

Вместе с тем, основная интрига для кредитного профиля Норникеля сохраняется и связана с дивидендной политикой, которая предполагает выплату акционерам 50% EBITDA компании, но не менее, 2 млрд долл., что в текущей ситуации низких цен на металлы может оказать давление на кредитные метрики в 2016 г. Так, в конце 2015 г. президент и крупнейший бенефициар Норникеля В.Потатин заявлял о возможном сокращении выплат из-за негативной конъюнктуры цен на металлы, но менеджмент компании сообщил, что пока не давал старт процедуре изменения дивидендной политики с основными акционерами. При этом было отмечено, что если дивидендная политика останется неизменной, то при текущих ценах коэффициент Чистый долг/EBITDA Норникеля будет ниже 2,0х – целевого ориентира компании, что вполне компании под силу выполнить. В том числе с учетом Сарех, который на 2016 г. запланирован в размере 2 млрд долл. (против 1,65 млрд долл. в 2015 г.), к тому же 400-500 млн долл. пойдет на реализацию Быстринского месторождения из проектного финансирования.

Стоит отметить, что в 2015 г. Норникель уже выплатил дивиденды за 1 пол. и 9 мес. в объеме 1,6 млрд долл., по данным менеджмента, скорее всего, оставшийся объем выплат за 2015 г. не приведет к ухудшению профиля, открытым остается вероятный эффект на кредитное качество от реализации акционерного соглашения в 2016 г.

В целом, отчетность компании, которая совпала с ожиданиями рынка, окажет скорее нейтральное влияние на котировки евробондов Норникеля – Nornickel-18 (YTM 3,94%/1,98 г.) и Nornickel-20 (YTM 5,29%/3,96 г.), их движение вероятно вместе с рынком. Отметим, выпуски эмитента после просадки в начале года уже смогли восстановить позиции и вернулись к максимумам ноября-начала декабря 2015 г., дальнейший рост котировок может иметь место только при наличии новых сигналов с сырьевых площадок. Впрочем, среди двух выпусков Норникеля наибольший потенциал присутствует в длинном займе Nornickel-20.

Доходности еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний



**Александр Полютов**

## Евраз (Ва3/ВВ-/ВВ-): итоги 2015 г. по МСФО.

Вчера Evraz довольно слабо отчитался за 2015 г. по МСФО. Результаты оказались хуже консенсус-прогноза по EBITDA, хотя выручка была чуть выше ожиданий. Так, выручка упала на 33% (г/г) до 8,8 млрд долл., EBITDA – на 39% (г/г) до 1,4 млрд долл., при этом EBITDA margin составила 16,4% («-1,6 п.п.» г/г). Основная причина снижения показателей Evraz связана с падением производства из-за сокращения спроса на внутреннем рынке, а также снижением цен на основную продукцию. Фактор сокращения физических объемов реализации почти нивелировал положительное влияние слабого курса рубля. На этом фоне EBITDA Evraz падала более существенно, чем выручка. В 2016 г. за счет более низких цен на стальную продукцию и слабого спроса давление на финансы Evraz, вероятно, сохранится, что может сказаться на кредитных метриках. Долговая нагрузка Evraz по итогам 2015 г. заметно выросла – Чистый долг/EBITDA составила 3,5х против 2,2х в 2014 г. При этом риски краткосрочного рефинансирования были невысокие – компания нарастила «подушку» ликвидности до 1,4 млрд долл., которая полностью покрывала краткий долг в 500 млн долл., включая 2 oferty по рублевым облигациям Евраз Холдинг-Финанс серий 05 и 07. Тем не менее, Evraz в 2016-17 гг. предстоит решать вопрос пика погашений в 2018-19 г. в 1,6 млрд долл. в год, что среднесрочно может оказывать давление на бонды эмитента. Выход слабых финансовых результатов наряду с волатильностью на рынках будет оказывать давление на кривую евробондов Evraz, которая, впрочем, по доходности уже на уровне бумаг категории «В+».

**Вчера Евраз отчитался за 2015 г. по МСФО...**

**Результаты оказались несколько хуже консенсус-прогноза, в частности по EBITDA, хотя выручка была чуть выше ожиданий ...**

**Выручка упала на 33% (г/г) до 8,8 млрд долл., EBITDA – на 39% (г/г) до 1,4 млрд долл., EBITDA margin составила 16,4% («-1,6 п.п.» г/г)...**

**Основная причина снижения показателей Evraz связана с падением производства из-за сокращения спроса на внутреннем рынке и снижением цен на основную продукцию...**

**Комментарий.** Вчера Evraz довольно слабо отчитался за 2015 г. по МСФО. Результаты оказались несколько хуже консенсус-прогноза, в частности по EBITDA, хотя выручка была чуть выше ожиданий.

Так, выручка компании упала на 33% (г/г) до 8,8 млрд долл., EBITDA – на 39% (г/г) до 1,4 млрд долл., при этом EBITDA margin составила 16,4% («-1,6 п.п.» г/г). Чистый убыток Evraz в 2015 г. достиг 719 млн долл. против 1,278 млрд долл. убытка годом ранее.

Основная причина снижения показателей Evraz связана с падением производства из-за сокращения спроса на внутреннем рынке (особенно в строительном секторе), а также снижением цен на основную продукцию (сталь, коксующийся уголь и железную руду). Отметим, что фактор сокращения физических объемов реализации почти нивелировал положительное влияние слабого курса рубля. На этом фоне EBITDA Evraz падала более существенно, чем выручка.

Вместе с тем, Evraz, по данным менеджмента, реализует план снижения затрат, который принес в 2015 г. 321 млн долл. к EBITDA, в том числе 76 млн долл. за счет сокращения управленческих расходов и еще 76 млн долл. – оптимизации портфеля активов.

Исходя из наших оценок, за счет более низких цен на стальную продукцию в 2016 г. и слабого спроса на продукцию группы давление на финансовый профиль Evraz, вероятно, сохранится, что может найти отражение и в кредитных метриках.

| Ключевые финансовые показатели<br>млн долл. | Evraz (Ва3/ВВ-/ВВ-) |       |           | Северсталь (Ва1/ВВ+/ВВ+) |       |          | ММК (Ва2-/ВВ+) |       |          |
|---|---------------------|-------|-----------|--------------------------|-------|----------|----------------|-------|----------|
|   | 2014                | 2015  | Изм. %    | 2014                     | 2015  | Изм. %   | 2014           | 2015  | Изм. %   |
| Выручка                                     | 13 061              | 8 767 | -32,9     | 8 296                    | 6 396 | -22,9    | 7 952          | 5 839 | -26,6    |
| Операционный денежный поток                 | 1 957               | 1 622 | -17,1     | 2 038                    | 1 853 | -9,1     | 1 250          | 1 356 | 8,5      |
| EBITDA                                      | 2 355               | 1 438 | -38,9     | 2 211                    | 2 096 | -5,2     | 1 607          | 1 668 | 3,8      |
| EBITDA margin                               | 18,0%               | 16,4% | -1,6 п.п. | 26,7%                    | 32,8% | 6,1 п.п. | 20,2%          | 28,6% | 8,4 п.п. |
| Чистая прибыль                              | -1 278              | -719  | -         | -795                     | 562   | -        | -44            | 421   | -        |
| margin                                      | отриц               | отриц | -         | отриц                    | 8,8%  | -        | отриц          | 7,2%  | -        |
|   | 2014                | 2015  | Изм. %    | 2014                     | 2015  | Изм. %   | 2014           | 2015  | Изм. %   |
| Активы                                      | 11 630              | 9 119 | -21,6     | 7 553                    | 5 867 | -22,3    | 7 857          | 6 157 | -21,6    |
| Денежные средства и эквиваленты             | 1 086               | 1 375 | 26,6      | 1 897                    | 1 647 | -13,2    | 549            | 723   | 31,7     |
| Долг  | 6 231               | 6 347 | 1,9       | 3 429                    | 2 452 | -28,5    | 2 585          | 1 847 | -28,5    |
| краткосрочный                               | 761                 | 497   | -34,7     | 774                      | 507   | -34,5    | 863            | 893   | 3,5      |
| долгосрочный                                | 5 470               | 5 850 | 6,9       | 2 654                    | 1 945 | -26,7    | 1 722          | 954   | -44,6    |
| Чистый долг                                 | 5 145               | 4 972 | -3,4      | 1 532                    | 805   | -47,5    | 2 036          | 1 124 | -44,8    |
| Долг/EBITDA                                 | 2,6                 | 4,4   |           | 1,6                      | 1,2   |          | 1,6            | 1,1   |          |
| Чистый долг/EBITDA                          | 2,2                 | 3,5   |           | 0,7                      | 0,4   |          | 1,3            | 0,7   |          |

Источники: данные компаний, PSB Research

**Долговая нагрузка Evraz по итогам 2015 г. заметно выросла – Чистый долг/ЕБИТДА составила 3,5х против 2,2х в 2014 г...**

**Риски краткосрочного рефинансирования у Evraz невысокие за счет подушки ликвидности в 1,4 млрд долл...**

**Тем не менее, Evraz в 2016-17 гг. предстоит решать вопрос пика погашений в 2018-19 г. в 1,6 млрд долл. в год...**

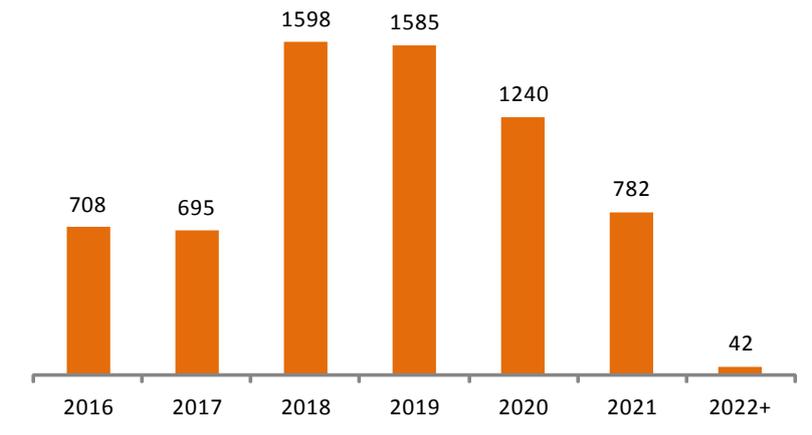
Долговая нагрузка Evraz по итогам 2015 г. на фоне снижения прибыльности заметно выросла – метрика Долг/ЕБИТДА составила 4,4х против 2,6х в 2014 г., Чистый долг/ЕБИТДА – 3,5х против 2,2х соответственно. При этом сам размер долга, который номинирован на 96% в ин.валюте, практически не изменился за год, составив 6,35 млрд долл.

Риски краткосрочного рефинансирования долга у Evraz невысокие – компания нарастила подушку ликвидности до 1,4 млрд долл., которая полностью покрывала краткий долг в размере почти 500 млн долл., включая 2 оферты в июне по рублевым облигациям Евраз Холдинг-Финанс серий 05 и 07 общим номинальным объемом 20 млрд руб. (более 280 млн долл.).

При этом компания отказала от выплат акционерам, а также планирует в 2016 г. сократить Сарех до 375-400 млн долл. против 428 млн долл. в 2015 г., что оказалось на 34% ниже 2014 г. Инвестиции компания планирует направить в производственные площадки Evraz в Канаде, а также Западно-Сибирский металлургический комбинат.

Тем не менее, компании в 2016-2017 гг. в условиях непростой конъюнктуры на сырьевых рынках предстоит решать вопрос пика погашений в 2018-19 г. в размере 1,6 млрд долл. в год, что среднесрочно может оказывать давление на долговые бумаги эмитента. В свою очередь, менеджмент Evraz заявил, что намерен продолжить «действия по удлинению портфеля по срокам и рефинансированию обязательств 2017-2018 гг., исходя из тактических рыночных соображений».

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



Источники: данные компании, PSB Research

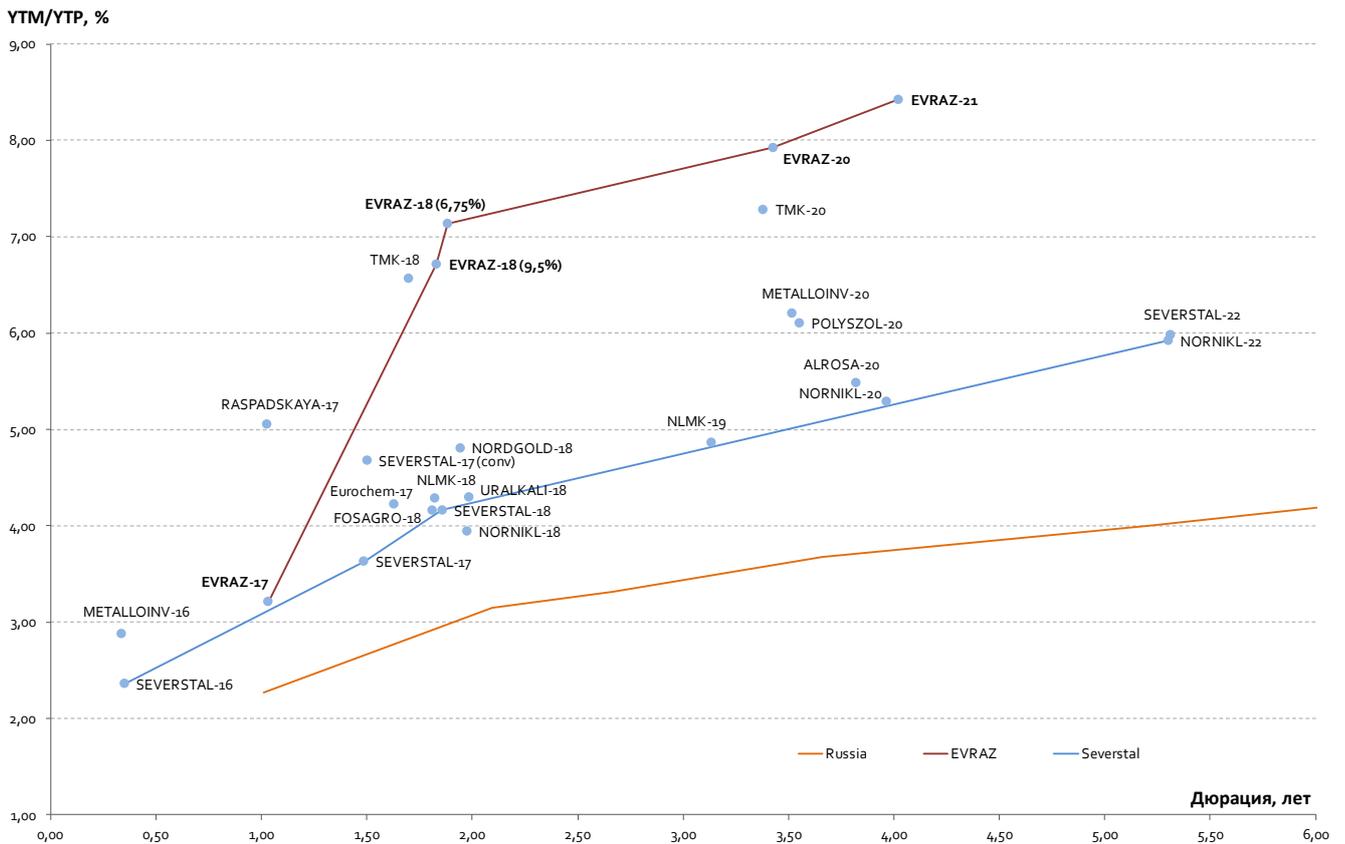
**Выход слабых финансовых результатов наряду с волатильностью будет оказывать давление на кривую евробондов Evraz...**

**Впрочем, по доходности выпуски уже торгуются на уровне бумаг категории «В+»...**

Выход слабых финансовых результатов, отразивших снижение основных показателей и рост долга, наряду с волатильностью на рынках будет оказывать давление на кривую евробондов Evraz, которая находится по доходности заметно выше бумаг эмитентов с рейтингом «BB-/BB» (премия порядка 170-190 б.п.), на уровнях выпусков категории «В+».

Напомним, что в феврале S&P понизило рейтинг евробондов Evraz с «BB-» до «В+», сохранив рейтинг группы «BB-», в связи с изменениями в методологии (пересмотра отношения к риску в ряде юрисдикций – РФ, Казахстан, Украина), повысив «вес» обязательств, по оценкам агентства, более приоритетных по сравнению с облигациями. В этом ключе выпуски Evraz отвечают по уровню доходности рейтинговой категории.

Доходности еврооблигаций металлургических и горнодобывающих компаний



**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 KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА 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

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10  
Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14  
Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48  
Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86  
Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12  
Дмитрий Иванов Ivanovdv@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35  
Константин Квашнин Kvasninkd@psbank.ru +7 (495) 705-90-69  
Сibaев Руслан sibaevrd@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18  
Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96  
Устинов Максим ustinovmm@psbank.ru +7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24  
Виктория Давитиашвили DavitiashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33  
Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17  
Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17  
Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19  
Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69  
Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +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.