



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Полюс (Ba1/BB-/BB-): итоги 2016 г. по МСФО (ПОЗИТИВНО).****Полюс (Ba1/BB-/BB-): итоги 2016 г. по МСФО.**

Полюс представил сильные финансовые результаты за 2016 г., продемонстрировав очень высокую маржинальность бизнеса, подросшую на 4,1 п.п. до 62,5% по показателю Adj. EBITDA/margin. При этом выручка компании увеличилась на 12,3% до 2458 млн долл. благодаря росту цен на золото и объемов его добычи. В 2017 г. мы ожидаем увеличения выручки компании на 5-10% за счет сопоставимого наращивания объемов добычи драгоценного металла. В то же время из-за укрепления рубля и роста цен на нефть Adj. EBITDA margin опустится в район 55%, а Adj. EBITDA останется вблизи уровня 1,5 млрд долл.

Чистый долг компании по итогам 2016 г. вырос в 9 раз до 3,24 млрд долл., а долговая нагрузка по метрике Чистый долг/EBITDA увеличилась с 0,3х до 2,1х из-за байбэка акций на сумму 3,42 млрд долл. График погашения долга не предполагает крупных выплат вплоть до 2019 г. В этом году золотодобытчик планирует провести SPO, в результате которого Чистый долг/EBITDA компании к концу 2017 г. может опуститься до 1,0х.

Рублевые облигации Полюса серий БО-1, БО-2 и БО-3 торгуются с доходностью 9,4% годовых к оферте в июле 2021 г., что предполагает премию к кривой ОФЗ около 100 б.п., не имеющую, на наш взгляд, большого потенциала для сужения в ближайшие месяцы. Более позитивно мы смотрим на недавно размещенные евробонды компании с погашением в 2022 и 2023 г., торгующиеся с доходностью 4,65% и 4,95% годовых соответственно. Премии выпуска POLYUS-22 к NORNIKL-22 (Ba1/BBB-/BBB-) и SEVERSTAL-22 (Ba1/BBB-/BBB-) в размере 50-65 б.п., по нашему мнению, являются избыточными, учитывая высокое кредитное качество Полюса и имеющийся потенциал по его улучшению после допэмиссии акций.

Полюс представил сильную отчетность за 2016 г. по МСФО...

Выручка увеличилась на 12,3% до 2458 млн долл., Adj. EBITDA – на 20,2% г/г. до 1536 млн долл...

Финансовые результаты

Крупнейшая золотодобывающая компания России, ПАО «Полюс» опубликовала сильные результаты по итогам 2016 г. По сравнению с 2015 г. ее выручка увеличилась на 12,3% до 2458 млн долл. как за счет роста средней цены реализации золота на 5,1% до 1287 долл. за унцию, так и за счет увеличения объемов его продаж на 8,3% до 1,92 млн унций. Отметим, что компания перевыполнила свой собственный прогноз и произвела 1,97 млн унций золота, что на 11,6% превышает показатель прошлого года и является абсолютным рекордом по производству.

В то же время общие денежные затраты (ТСС) Полюса сократились на 8,3% до 389 долл. на унцию, что сопоставимо с динамикой среднегодового курса рубля, в 2016 г. поднявшегося на 8,9% до 66,84 руб. за долл. Таким образом, российский золотодобытчик остался в числе наиболее низкозатратных производителей на мировом рынке (по оценкам Metal Focus). В результате предоставляемый компанией скорректированный показатель EBITDA, не включающий в себя ряд неденежных статей (курсовые разницы, убытки от списания основных средств и др.) вырос на 20,2% г/г. до 1536 млн долл., а показатель Adj. EBITDA/margin поднялся на 4,1 п.п., достигнув впечатляющего уровня 62,5%.

Скорректированная чистая прибыль показала гораздо более скромную динамику, увеличившись лишь на 1,6% до 952 млн долл., в первую очередь, из-за роста

В 2017 г. ожидаем роста выручки на 5-10%, но Adj. EBITDA останется вблизи уровня 1,5 млрд долл. из-за укрепления рубля и роста цен на нефть...

процентных расходов на обслуживание долга со 132 до 281 млн долл. Однако рентабельность Полюса по чистой прибыли остается очень высокой – 38,7% (-4,1 п.п.). Чистый операционный денежный поток в 2016 г. увеличился более значительно – на 6,8%, достигнув 1178 млн долл.

На данный момент котировки золота находятся около среднего значения за 2016 г. (1250 долл. за унцию), и мы ожидаем роста выручки компании в 2017 г. на 5-10% за счет сопоставимого наращивания объемов добычи драгоценного металла. По словам генерального директора Полюса, П. Грачева, объем производства может достигнуть 2,075-2,125 млн унций золота, в том числе благодаря вводу в эксплуатацию крупнейшего проекта компании – Наталкинского месторождения. Согласно прогнозам менеджмента, его дальнейшее освоение позволит достичь уровня производства как минимум 2,7 млн унций к 2020 году. Кроме того, в январе 2017 г. Полюс стал победителем аукциона на разработку одного из крупнейших в мире золоторудных месторождений – Сухого Лога, заплатив 9,4 млрд руб. (160 млн долл.), что позволяет рассчитывать на дальнейший рост добычи в долгосрочной перспективе.

В то же время, укрепление рубля и рост цен на нефть окажут давление на рентабельность компании. По нашим оценкам, в 2017 г. ТСС увеличатся на 10-15%, что приведет к снижению Adj. EBITDA margin в район 55%, а сама Adj. EBITDA останется вблизи уровня 1,5 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Полюс Золото (МСФО)		
	2015	2016	Изм. %
Производство золота, тыс. унц.	1 763	1 968	11,6
Объем реализации, тыс. унц.	1 768	1 915	8,3
Ср. цена реализации золота, долл./унц.	1 225	1 287	5,1
ТСС, долл./унц.	424	389	-8,3
Выручка	2 188	2 458	12,3
Adj. EBITDA	1 278	1 536	20,2
Adj. EBITDA margin	58,4%	62,5%	4,1 п.п.
Скорректированная Чистая прибыль	937	952	1,6
margin	42,8%	38,7%	-4,1 п.п.
Операционный денежный поток	1 103	1 178	6,8
Сарех	268	468	74,6
	2015	2016	Изм. %
Активы	5 110	5 666	10,9
Денежные средства и эквиваленты	1 825	1 740	-4,7
Долг	2 189	4 981	127,5
краткосрочный	38	283	7х
долгосрочный	2 151	4 698	118,4
Чистый долг	364	3 241	9х
Долг/Adj. EBITDA	1,7	3,2	
Чистый долг/Adj. EBITDA	0,3	2,1	
Источники: данные компании, PSB Research			

Долговая нагрузка

Капитальные затраты золотодобытчика по итогам 2016 года увеличились на 75% до 468 млн долл., что, в первую очередь, связано с активным освоением Наталкинского месторождения. Несмотря на это, их величина не превысила 40% от чистого операционного денежного потока, а главным фактором, повлиявшим на динамику величины долга, стал проведенный в марте 2016 г. байбэк на сумму 3,42 млрд долл. В результате Чистый долг компании по итогам 2016 г. вырос в 9 раз до 3,24 млрд долл., а долговая нагрузка по метрике Чистый долг/EBITDA увеличилась с 0,3х до 2,1х.

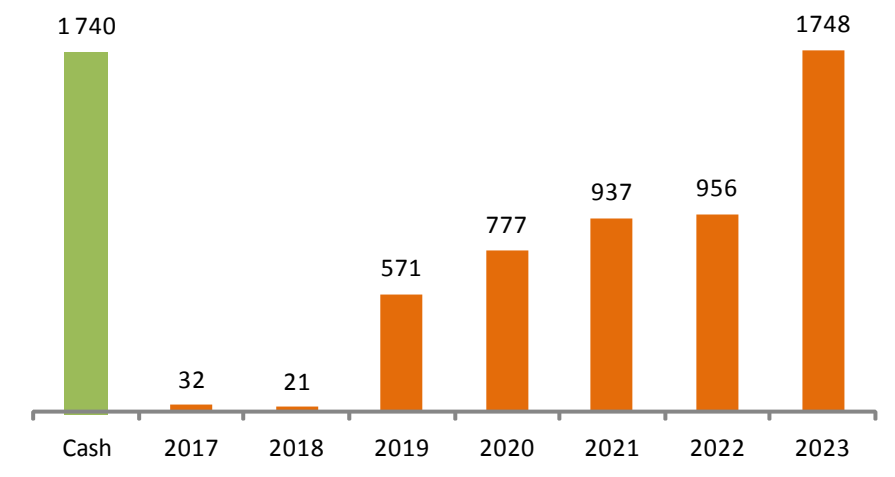
Отметим, что после завершения программы выкупа акций кредитный профиль компании последовательно улучшался. По сравнению с первым пол. 2016 г. Чистый долг сократился на 6,6%, оставшись на уровне значения 3 кв. (3,24 млрд долл.), а соотношение Чистый Долг/EBITDA сократилось с 2,5х по итогам 1 пол. и 2,3х по итогам 3

Отношение Чистый долг/EBITDA компании по итогам 2016 г. увеличилось с 0,3х до 2,1х из-за байбэка акций, динамика за последнее полугодие положительная...

кв. до текущих 2,1х. Кроме того, благодаря октябрьскому размещению еврооблигации на 500 млн долл. с погашением в 2022 году Полюс рефинансировал большую часть краткосрочной задолженности, и теперь график погашения долга компании не предполагает крупных выплат вплоть до 2019 г. (формально до 13 марта 2017 г. к погашению могут быть предъявлены рублевые облигации компании на сумму 250 млн долл., но это крайне маловероятно, поскольку они сейчас торгуются гораздо выше номинала). Половина всей задолженности представлена кредитом Сбербанка на сумму 2,5 млрд долл. с погашением в 2023 г.

График погашения долга Полюса (на 31.12.2016 г.), млн долл.

График погашения долга компании не предполагает крупных выплат вплоть до 2019 г...



Источники: данные компании, PSB Research

После отчетной даты, 31 января 2017 г., компания также успешно разместила 6-летний евробонд объемом 800 млн долл. по фиксированной ставке 5,25% годовых. По словам менеджмента, вырученные средства будут направлены на рефинансирование займов с плавающей ставкой, которые по итогам 2016 г. составляли 54% от общего долга компании. В валютной структуре долга 82% занимают займы в долларах США, средневзвешенная ставка – 5,0% годовых.

В этом году золотодобытчик планирует провести SPO, в результате которого Чистый долг/EBITDA компании к концу 2017 г. может опуститься до 1,0х...

Последнему размещению евробондов Полюса предшествовало повышение прогнозов по кредитному рейтингу компании от агентства S&P (BB-) со Стабильного на Позитивный (19 января 2017 г.). Основными мотивами для данного решения послужили приверженность компании консервативной финансовой политике и планируемое вторичное размещение акций. Руководство компании пока рассматривает различные варианты и ориентиров по срокам размещения еще не представлено. Утвержденный Советом директоров объем доэмиссии составляет 28,594 млн акций (15% от уставного капитала), рыночная стоимость которых составляет порядка 2,2 млрд долл. (2/3 Чистого долга Полюса).

Полагаем, что решение о доэмиссии может быть отчасти продиктовано необходимостью дальнейшего наращивания капитальных затрат, в том числе на освоение Сухого Лога, объем которых в 2017 г. мы прогнозируем на уровне 600-700 млн долл. Кроме того, в 2017 г. Полюс вновь начнет выплачивать дивиденды после перерыва в 2015-2016 гг. О новой дивидендной политике золотодобытчик объявил в октябре 2016 г. Предполагается, что выплаты составят 30% от EBITDA по МСФО, при этом отношение Чистого долга к скорректированной EBITDA за последние 12 месяцев должно оставаться ниже 2,5х. В противном случае размер выплат может быть уменьшен по решению Совета директоров. По нашим оценкам, объем выплат по итогам 1 пол. 2017 г. составит 200-250 млн долл. Тем не менее, соотношение Чистый долг/EBITDA Полюса к концу 2017 г. в случае успешной реализации пакета акций по близкой к рыночной цене может опуститься вплоть до 1,0х. Если же SPO не состоится, то ключевая кредитная метрика останется примерно на текущем уровне – 2,1х.

Облигации

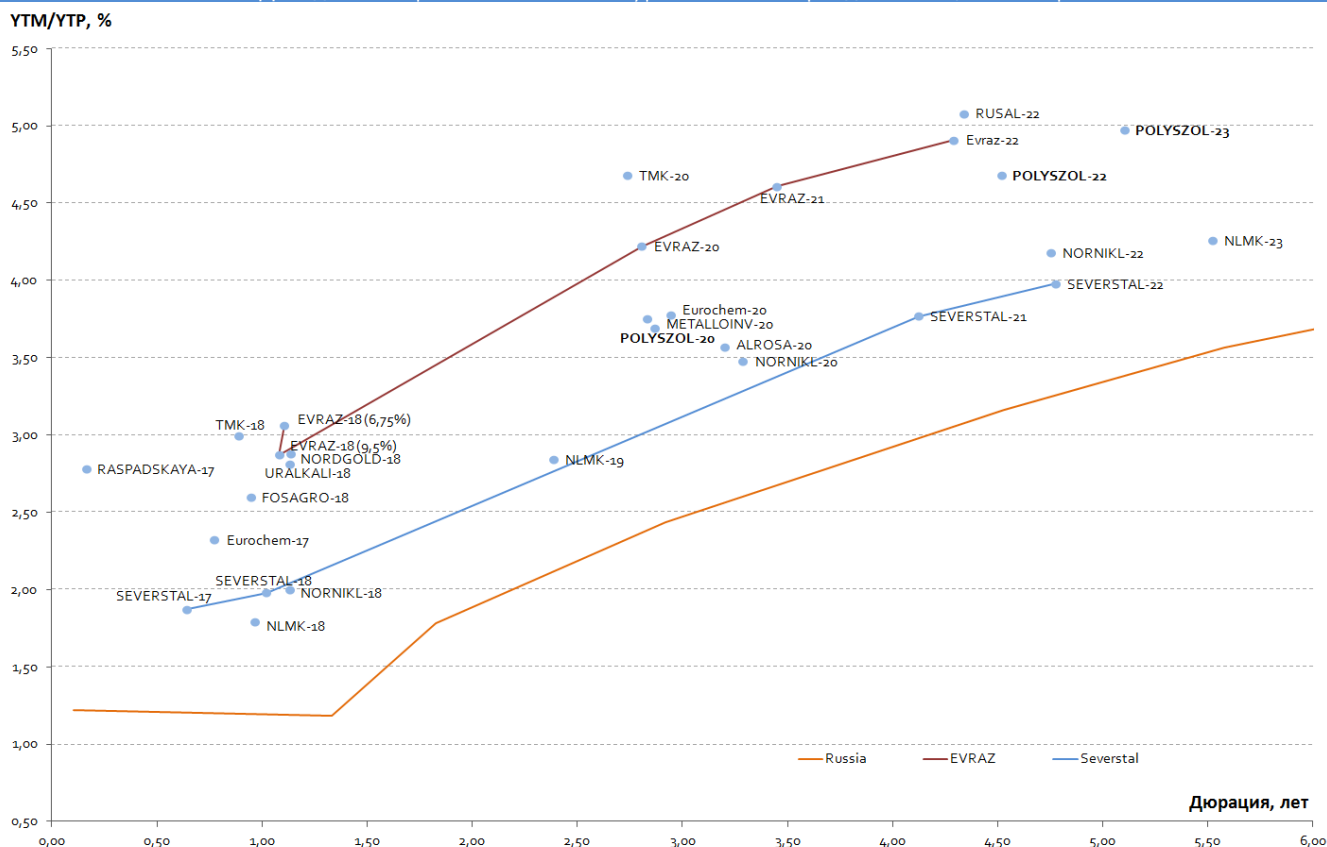
Рублевые облигации Полюса серий БО-1, БО-2 и БО-3 торгуются с доходностью 9,4% годовых к оферте в июле 2021 г., что предполагает премию к кривой ОФЗ около 100 б.п., которая, на наш взгляд, не имеет большого потенциала для сужения в ближайшие

**Рублевые облигации
Полюса оценены
справедливо, евробонды с
погашением в 2022 и 2023 г
интересны для покупки...**

месяцы. По отношению к выпускам других эмитентов сектора с сопоставимым кредитным качеством и близкой дюрацией они также оценены справедливо: к примеру, доходность облигаций ХК Металлоинвеста (Ba2/BB/BB) серии БО-2 с погашением в марте 2021 г. составляет 9,48% что на 8 б.п. выше, чем у выпусков Полюса.

Более позитивно мы смотрим на недавно размещенные евробонды компании с погашением в 2022 и 2023 г., котировки которых пока значительно не отреагировали на вышедшую отчетность, за последние дни прибавив 20-40 б.п. вместе с рынком. Полагаем, что ожидания по проведению допэмиссии акций будут оказывать им поддержку в ближайшие месяцы. Также не исключаем, что в случае наступления этого события кредитные рейтинги компании от агентств S&P (BB-) и Fitch (BB-), имеющих по ним Позитивные прогнозы, могут быть повышены. Текущая доходность выпуска POLYUS-22 – 4,65%, предполагает премию к NORNIKL-22 (Ba1/BBB-/BBB-) и SEVERSTAL-22 (Ba1/BBB-/BBB-) в размере 50-65 б.п., что, по-нашему мнению, является избыточным значением, учитывая высокое кредитное качество Полюса и имеющийся потенциал по его улучшению.

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.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

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 Полютов

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 Сибяев
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) 705-90-66

Михаил Маркин
Опционы на FX, Rates, Equities, 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

Александр Аверочкин
Филипп Аграчев
Александр Сурпин
Центр экспертизы для корпоративных клиентов
Александр Борисов
Конверсии, Хеджирование, РЕПО, ДСМ, Структурные продукты

+7 (495) 228-39-22

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

+7 (495) 733-96-28

Александр Ленточников
Игорь Федосенко
Брокерское обслуживание

+7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло

+7 (495) 411-51-39

© 2017 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.