



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

**Норникель (Ba1/BBB-/BBB-): результаты 1 пол.2016 г. по МСФО.****Мостотрест (Ba3/-/-): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.****ВЭБ (Ba1/BB+/BBB-): отчетность по МСФО за 6м2016 г. и комментарий вторичного размещения ВЭБ-лизинг.****АЛРОСА (Ba2/BB-/BB): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.**

## Норникель (Ba1/BBB-/BBB-): результаты 1 пол.2016 г. по МСФО.

Норникель представил итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО. Выручка снизилась на 22% г/г до 3,84 млрд долл., показатель EBITDA – на 34% (г/г) до 1,795 млрд долл., при этом EBITDA margin составила 47% («-8 п.п.» г/г). Чистая прибыль сократилась на 13% (г/г) до 1,3 млрд долл. В 1 пол. 2016 г. относительно аналогичного периода прошлого года наблюдалось падение цен на всю группу металлов, производимых компанией. Данный фактор стал причиной снижения выручки ГМК. Негативным моментом является опережающие темпы снижения EBITDA компании. Этот показатель важен с точки зрения выплаты дивидендов, т.к. от него идет их расчет. Чистый долг Норникель по состоянию на конец июня составил 4,723 млрд долл., что выше на 12% к концу 2015 г. Показатель Чистый долг/EBITDA достиг отметки в 1,4х против 1,0х в 2015 г. В целом, данная метрика пока находится на комфортном уровне от отметки 1,8х и вряд ли покажет существенный рост к концу года, т.е. держатели акций компании могут рассчитывать на дивиденды в размере 60% от EBITDA или порядка 2 млрд долл. Евробонды Nornickel в доходности предлагает небольшую премию (порядка 20 б.п.) к кривой Severstal и бондам NLMK, которые по итогам 1 пол. 2016 г. напротив смогли снизить уровень долга. В результате, агентство S&P в начале августа подняло последним рейтинг до «BBB-», «уровняв» их с Норникель. Стабилизация ситуации с ценами на производимые Норникель металлы позволит рассчитывать на постепенное устранение данной премии в доходности.

**Норникель отчитался за 1 пол.2016 г. по МСФО – показатель EBITDA оказался выше консенсус-прогноза...**

**Выручка сократилась на 22% (г/г) до 3,8 млрд долл., EBITDA – на 34% (г/г) до 1,8 млрд долл., EBITDA margin составила 47% («-8 п.п.» г/г)...**

**Комментарий.** Вчера Норникель отчитался за 1 пол. 2016 г. по МСФО – показатель EBITDA оказался выше консенсус-прогноза. Консолидированная выручка компании снизилась на 22% г/г до 3,84 млрд долл., показатель EBITDA – на 34% (г/г) до 1,795 млрд долл., при этом EBITDA margin составила 47% («-8 п.п.» г/г). Чистая прибыль сократилась на 13% (г/г) до 1,3 млрд долл.

В 1 пол. 2016 г. относительно аналогичного периода прошлого года наблюдалось падение цен на всю группу металлов, производимых компанией (ср. цены на никель «-37%» г/г; медь – «-21%» г/г; МПГ – «-19-37%» г/г). Данный фактор стал причиной снижения выручки ГМК. Отчасти компания постаралась компенсировать падение цен на металлы ростом объемов отгрузки в физическом объеме: никель – «+12%» г/г, медь «+3%» г/г, МПГ – «+9-19%» г/г.

Негативным моментом является опережающие темпы снижения EBITDA компании. Причем, эффект обесценения рубля в EBITDA был компенсирован ростом расходов и введением экспортных пошлин на соединения платиновой группы. Показатель EBITDA важен с точки зрения выплаты дивидендов, в частности для Русал, т.к. от него идет их расчет.

**Снижение выручки было из-за падения цен на корзину металлов ГМК, EBITDA снижалась опережающими темпами...**

**Эффект обесценения рубля в EBITDA был компенсирован ростом расходов и введением экспортных пошлин на МПГ...**

**Долговая нагрузка Норникеля подросла – Чистый долг/EBITDA достигла 1,4х против 1,0х в 2015 г...**

**Риски рефинансирования низкие, компания улучшила временную структуру долга...**

**Длинные евробонды Nornickel предлагает небольшую премию (порядка 20 б.п.) к бондам Severstal и NLMK, которая может уйти по мере стабилизации цен на корзину металлов ГМК...**

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.

| Ключевые финансовые показатели<br>млн долл. | Норникель (МСФО) |            |           |
|---------------------------------------------|------------------|------------|-----------|
|                                             | 1 пол.2015       | 1 пол.2016 | Изм. %    |
| Выручка                                     | 4 907            | 3 843      | -21,7     |
| Операционный денежный поток                 | 2 560            | 1 524      | -40,5     |
| EBITDA                                      | 2 708            | 1 795      | -33,7     |
| EBITDA margin                               | 55,2%            | 46,7%      | -8,5 п.п. |
| Чистая прибыль                              | 1 493            | 1 304      | -12,7     |
| margin                                      | 30,4%            | 33,9%      | 3,5 п.п.  |
|                                             |                  |            |           |
|                                             | 2015             | 1 пол.2016 | Изм. %    |
| Активы                                      | 13 371           | 14 730     | 10,2      |
| Денежные средства и их эквиваленты          | 4 054            | 3 414      | -15,8     |
| Долг                                        | 8 266            | 8 137      | -1,6      |
| краткосрочный                               | 1 124            | 664        | -40,9     |
| долгосрочный                                | 7 142            | 7 473      | 4,6       |
| Чистый долг                                 | 4 212            | 4 723      | 12,1      |
| Долг/EBITDA                                 | 1,9              | 2,4        |           |
| Чистый долг/EBITDA                          | 1,0              | 1,4        |           |

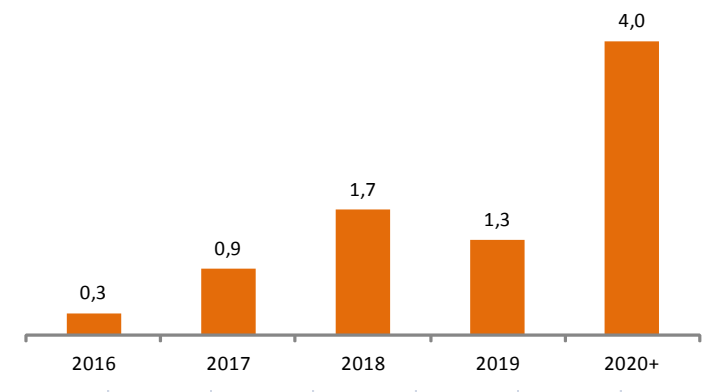
Источники: данные компании, PSB Research

Чистый долг Норникель по состоянию на конец июня составил 4,723 млрд долл., что выше на 12% к концу 2015 г. Показатель Чистый долг/EBITDA достиг отметки в 1,4х против 1х по итогам 2015 г. В целом, данная метрика пока находится на комфортном уровне от отметки 1,8х и вряд ли покажет существенный рост к концу года, т.е. держатели акций компании могут рассчитывать на дивиденды в размере 60% от EBITDA или порядка 2 млрд долл. В 1 пол. 2016 г. Норникель выплатил промежуточные дивиденды на общую сумму 665 млн долл.

Короткий долг Норникель в размере 664 млн долл. перекрывается с заметным запасом денежными средствами на счетах компании на сумму 3,4 млрд долл. В 1 пол. 2016 г. компания улучшила временную структуру долга – крупные выплаты приходятся только на 2018 г. на сумму 1,7 млрд долл. При этом на 30 июня 2016 г. у Норникель был значительный объем невыбранных кредитных линий на общую сумму 2,3 млрд долл. (консорциум китайских банков, западных банков, линия от Сбербанка).

Вместе с тем, менеджмент Норникель сообщил, что компания планирует на осень сделку с синдикатом международных банков для диверсификации источников финансирования. При этом Норникель намерен поддерживать объем подтвержденных кредитных линий в объеме не менее 2 млрд долл.

График погашения долга Норникель (30.06.2016 г.), млрд.долл.

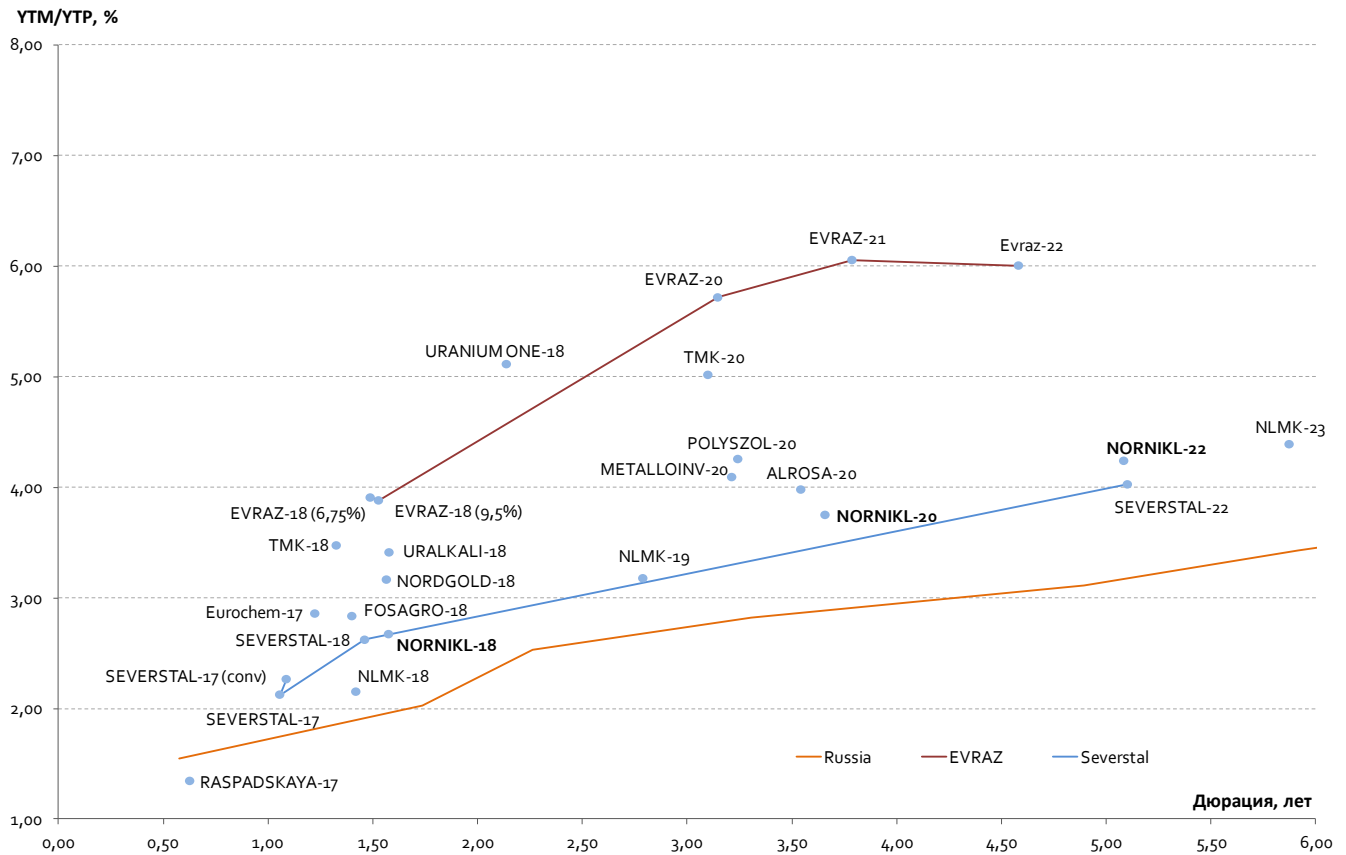


Источники: данные компании, PSB Research

Евробонды Nornickel-20 и -22 в доходности предлагает небольшую премию (порядка 20 б.п.) к кривой Severstal и бондам NLMK, которые по итогам 1 пол. 2016 г. напротив смогли снизить уровень долга, а метрики Чистый долг/EBITDA удерживались ниже 1х. В результате, агентство S&P в начале августа подняло последний рейтинг до инвестиционного «BBB-», тем самым «уровняв» их с Норникель. Стабилизация цен на

корзину металлов, производимых Норникель, позволит рассчитывать на постепенное устранение данной премии в доходности.

Доходности еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний



Александр Полютков

## Мостотрест (Ваз/–/–): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.

Мостотрест продемонстрировал сильные результаты за январь-июнь 2016 г. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года выручка увеличилась на 30,6% до 67,9 млрд руб., EBITDA – более чем в 3 раза до 6,2 млрд руб., чистая прибыль – в 5 раз до 0,5 млрд руб. Компании также удалось поднять EBITDA margin до 9,1%(+5,5 п.п.), прежде всего, за счет роста рентабельности и объема работ, выполняемых собственными силами. Объем бэклога остался примерно на том же уровне 343,5 млрд руб., и с учетом заключенного во 2 пол. 2016 г. контракта на 63,1 млрд руб., к концу года его снижения не ожидается. Благодаря сильным операционным показателям долговая нагрузка компании по метрике Долг/EBITDA за полгода сократилась с 3,2х до 2,8х, несмотря на рост долга на 16,5% до 48,5 млрд руб. Сезонный дефицит денежных средств компания покрывает с помощью кредитных линий, остаток неиспользованного лимита по которым достиг 32,6 млрд руб. после окончания отчетного периода. За счет успешного размещения облигаций в июле и августе на 10 млрд руб. риски рефинансирования краткосрочного долга объемом 45,8 млрд руб. сократились до минимума. Хороший спрос на облигации компании был во многом обеспечен получением рейтинга «Ваз» от Moody's в июне со Стабильным прогнозом. Текущие премии к ОФЗ выпусков Мострест-7 с 3-летней офертой (YTM 11,43%) и Мострест-8 с 5-летней (YTM 11,26%) находятся в районе 250-265 б.п. На наш взгляд, оба выпуска можно рекомендовать для включения в портфели в расчете на сужение спредов к суверенной кривой еще на 20-30 б.п. до конца года.

*Мостотрест представил хорошие результаты за 1 п. 2016 г. по МСФО...*

*Рост объема работ, выполняемых собственными силами, позволил увеличить выручку на 30,6% до 67,9 млрд руб и EBITDA margin на 5,5 п.п. до 9,1%...*

*Бэклог вырос на 15% до 343,5 млрд руб. по сравнению с началом года, дефицит бюджета может ограничить дальнейший рост...*

**Комментарий.** Строительная компания Мостотрест представила хорошую отчетность за 1 пол. 2016 г. по МСФО. Благодаря росту объемов строительства выручка увеличилась на 30,6% до 67,9 млрд руб. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Показатель EBITDA увеличился более чем в 3 раза до 6,2 млрд руб., чистая прибыль – в 5 раз до 0,5 млрд руб. Компании также удалось существенно улучшить рентабельность бизнеса, прежде всего, за счет роста рентабельности и объема работ, выполняемых собственными силами. По итогам 1 пол. 2016 г. доля работ, переданных на субподряд, снизилась на 6 п.п. до 34%. В результате валовая рентабельность выросла с 9,2% до 14,4%, EBITDA margin – до 9,1%(+5,5 п.п.).

Капитальные вложения к январю-июню 2015 г. выросли в 2,6 раза, достигнув 5 млрд руб., бэклог при этом продемонстрировал небольшое снижение на 2,9% до 343,5 млрд руб. В тоже время по сравнению с началом года он вырос на 15%, пополнившись новыми проектами на общую сумму 112,4 млрд руб. Основной вклад внесли контракт на продолжение трассы М-11 «Москва-Санкт-Петербург» и контракт на строительство транспортного перехода через Керченский пролив.

Во втором пол. 2016 г. был заключен новый крупный контракт на строительства участка трассы М-11 на 63,1 млрд руб. До конца года Мостотрест планирует принять участие еще в ряде конкурсов, что позволит ему обеспечить уровень бэклога и на конец 2016 г. Благодаря имеющемуся портфелю контрактов Мостотрест занимает прочные позиции на строительном рынке. Но на данный момент 98% его бэклога обеспечено госзаказом, что создает некоторые риски для компании в условиях роста дефицита бюджета.

| Ключевые финансовые показатели<br>(МСФО), млрд руб. | Мостотрест (Ваз/—) |          |          |
|-----------------------------------------------------|--------------------|----------|----------|
|                                                     | 1п. 2015           | 1п. 2016 | Изм. %   |
| Бэклог                                              | 353,6              | 343,5    | -2,9     |
| Выручка                                             | 52,0               | 67,9     | 30,6     |
| Операционный денежный поток                         | -46,0              | -27,5    | -40,3    |
| EBITDA                                              | 1,9                | 6,2      | 226,3    |
| EBITDA margin                                       | 3,7%               | 9,1%     | 5,5 п.п. |
| Чистая прибыль                                      | 0,1                | 0,5      | 357,7    |
| margin                                              | 0,2%               | 0,7%     | 0,5 п.п. |
|                                                     | 2015               | 1п. 2016 | Изм. %   |
| Активы                                              | 162,1              | 138,8    | -14,4    |
| Денежные средства и эквиваленты                     | 30,9               | 4,0      | -87,2    |
| Долг                                                | 41,7               | 48,5     | 16,5     |
| краткосрочный                                       | 39,7               | 45,8     | 15,3     |
| долгосрочный                                        | 2,0                | 2,7      | 40,4     |
| Чистый долг                                         | 10,7               | 44,6     | 315,5    |
| Долг/EBITDA                                         | 3,2                | 2,8      |          |
| Чистый долг/EBITDA                                  | 0,8                | 2,5      |          |
| Источники: данные компании, PSB Research            |                    |          |          |

**Долговая нагрузка Мостотреста по метрике Долг/EBITDA за полгода сократилась с 3,2 до 2,8, несмотря на рост долга на 16,5% до 48,5 млрд руб...**

**Неиспользованные кредитные линии в размере 32,6 млрд руб. с учетом погашения части обязательств покрывают около 80% краткосрочного долга компании...**

**В июне Moody's присвоило компании рейтинг Ваз, прогноз – «Стабильный»...**

**На наш взгляд, Мострест-7 с 3-летней офертой (YTM 11,43%) и Мострест-8 с 5-летней (YTM 11,26%) интересны для покупки в расчете на сужение спредов к суверенной кривой на 20-30 б.п. до конца года...**

Активы компании с начала года сократились на 14,4% за счет резкого сокращения денежных средств с 30,9 до 4 млрд руб. Неблагоприятная динамика этих показателей объясняется сезонным фактором: по состоянию на 30 июня 2015 г. объем денежных средств на балансе составлял менее 1 млрд руб. Благодаря сильным операционным показателям долговая нагрузка компании по метрике Долг/EBITDA за полгода сократилась с 3,2х до 2,8х, несмотря на рост долга на 16,5% до 48,5 млрд руб. Чистый долг/EBITDA более информативно будет сопоставить с 1 пол. 2015 г., по сравнению с которым этот показатель снизился с 2,8х до 2,5х. Улучшение кредитных метрик стало одной из причин снижения средневзвешенной ставки по банковским кредитам компании по итогам полугодия на 1 п.п. до 15,2%.

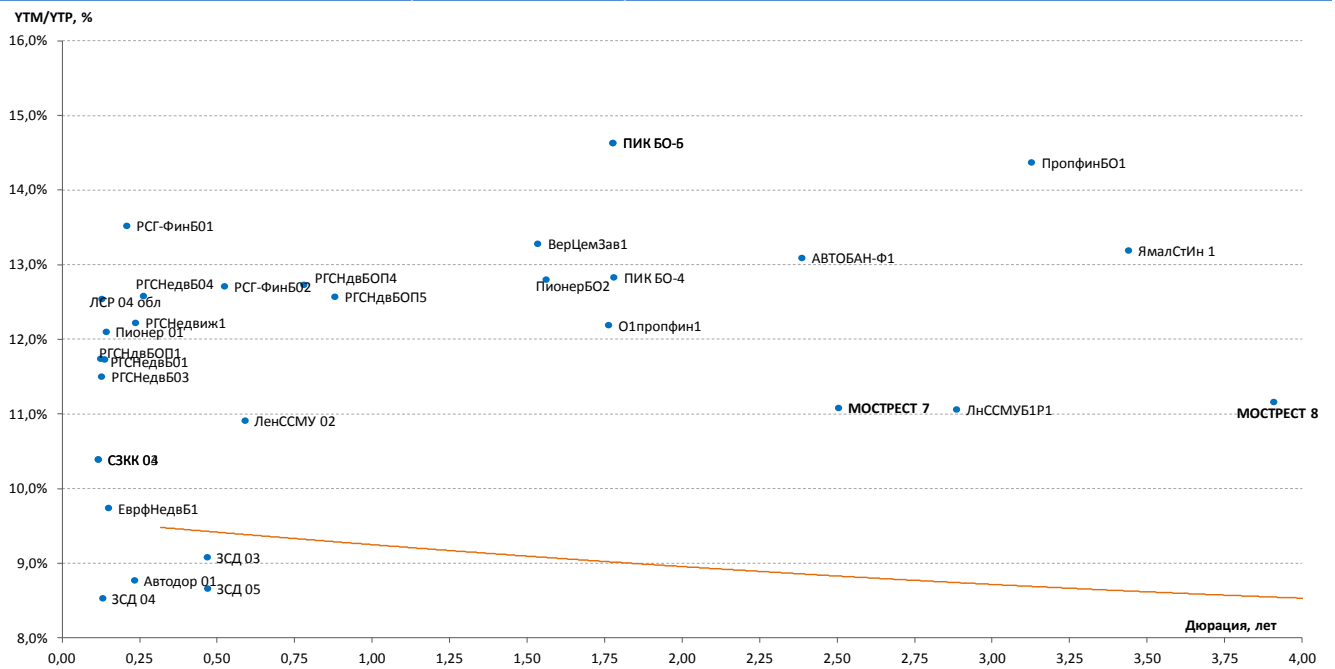
Дефицит денежных средств Мостотрест покрывает с помощью кредитных линий банков. По состоянию на 30 июня остаток неиспользованного лимита финансирования по открытым кредитным линиям составил 11,6 млрд руб., а после завершения отчетного периода он увеличился еще на 9 млрд руб. в связи с погашением обязательств, по данным компании. После окончания отчетного периода Мостотрест также заключила договоры о предоставлении дополнительных кредитных линий на сумму 12 млрд руб. до июля 2018 г. В отчетности также еще не нашли отражения дивидендные выплаты в размере 3 млрд руб. (71% от чистой прибыли 2015 г.). Таким образом, неиспользованные кредитные линии в размере 32,6 млрд руб. с учетом погашения части обязательств покрывают около 80% краткосрочного долга компании.

Значимым событием для компании стало присвоение ей рейтинга «Ваз» от Moody's в июне, прогноз – Стабильный. Среди сильных сторон Мостотреста агентство отмечает хорошую прогнозируемость выручки и крепкий финансовый профиль, слабые стороны – это сильная зависимость от российского рынка и высокая концентрация проектов компании.

Риски рефинансирования Мостотреста свелись к минимуму в результате двух успешных размещений облигаций по 5 млрд руб. Мострест-7 с 3-летней офертой и Мострест-8 с 5-летней, предложенные инвесторам в июле и августе соответственно, переспрос на впуск был в несколько раз. Итоговая ставка купона для Мострест-7 была зафиксирована на уровне 11,5% годовых (YTM 11,83%), для Мострест-8 – 11,15% (YTM 11,46%).

С момента размещения доходность 3-летнего выпуска снизилась на 40 б.п. до 11,43%, а 5-летнего на 20 б.п. до 11,26%. По нашему мнению, текущие премии к ОФЗ в районе 250-265 б.п. выглядят достаточно интересно, и оба выпуска можно рекомендовать для включения в портфели в расчете на сужение спредов к суверенной кривой еще на 20-30 б.п. до конца года. Отметим также, что они торгуются с премией к амортизируемому выпуску ЛенСпецСМУ Б1Р1 (YTM 10,95%) с погашением в июне 2021 г., который имеет рейтинг на одну ступень ниже (—/В+/-).

Карта доходностей: Строительство, девелопмент



**Роман Насонов**

## ВЭБ (Ba1/BV+/BBB-): отчетность по МСФО за 6м2016 г. и комментарий вторичного размещения ВЭБ-лизинг.

Внешэкономбанк отчитался по МСФО за 6м2016 г. с убытком 82,8 млрд руб. Давление на финансовые результаты ВЭБа оказывает рост расходов на резервирование проблемных кредитов до 200,2 млрд руб. по сравнению с 76,9 млрд руб. за 6м2015 г. Государственные субсидии в размере 135,9 млрд руб. поддерживали операционные доходы, но не покрыли полностью рост расходов на резервирование потерь. Обязательства ВЭБа за 6м2016 г. сократились с 3 902 млрд руб. до 3 314 млрд руб. (-15,1%). Основным источником уменьшения долга стало сокращение кредитного портфеля до 2 134,5 млрд руб. (по сравнению с 2 580 млрд руб. на начало года), а также уменьшение запаса денежных средств и эквивалентов с 373 млрд руб. до 266 млрд руб. На уменьшении баланса также отразилось укрепление рубля. Несмотря на убыток, капитал ВЭБа вырос, что обусловлено имущественными взносами Правительства РФ на сумму 109,5 млрд руб. Общая сумма докапитализации ВЭБа, предусмотренная федеральным бюджетом на 2016 г. составляет 150 млрд руб.

Сокращение обязательств ВЭБа при увеличении собственного капитала обеспечивает снижение рисков рефинансирования. С учетом реализуемого масштабного пакета мер господдержки долговые инструменты ВЭБа и его дочерних структур смотрятся интересно для покупки. Рекомендуем участвовать во вторичном размещении рублевых выпусков облигаций ВЭБ-лизинг серии БО-6 и БО-7, которые пройдут 2 и 6 сентября. Ставка купона до следующей оферты через 1 год по обоим выпускам установлена в размере 12,5% годовых, УТР – 12,89%, премия к ОФЗ – 360 б.п.

**Правительство РФ компенсирует кредитные потери ВЭБа по «специальным проектам», которые банк ранее финансировал по решению наблюдательного совета...**

**Вливания в капитал и государственные субсидии в первом полугодии 2016 г. полностью покрыли убытки ВЭБа...**

**В первом полугодии 2016 г. ВЭБ сократил обязательства на 588 млрд руб...**

**Сокращение долга вместе с увеличением собственного капитала, а также сохранение статуса одной из ключевых госкорпораций обеспечивает снижение рисков рефинансирования ВЭБа...**

**Комментарий.** Внешэкономбанк (ВЭБ) раскрыл финансовые результаты за 1 пол. 2016 г. Убыток ВЭБа за 6м2016 г. составил 82,8 млрд руб. против убытка 73,5 млрд руб. за аналогичный период 2015 г. Давление на финансовые результаты ВЭБа оказывает рост расходов на резервирование проблемных кредитов до 200,2 млрд руб. по сравнению с 76,9 млрд руб. за 6м2015 г. Кроме того, ВЭБ отразил за 6м2016 г. убыток 57 млрд руб. от переоценки валютных статей на фоне укрепления курса рубля. Государственные субсидии в размере 135,9 млрд руб. поддерживали операционные доходы ВЭБа и покрыли значительную часть расходов на резервирование потерь по «специальным проектам», которые банк ранее финансировал по решению наблюдательного совета. Отметим, что ВЭБ отразил в качестве государственной субсидии в 1 пол. 2016 г. доходы от снижения ставок и пролонгации ранее привлеченных средств из ФНБ.

**Обязательства** ВЭБа за 6м2016 г. сократились с 3 902 млрд руб. до 3 314 млрд руб. основное сокращение произошло за счет возврата ранее привлеченных средств у других банков (-250 млрд руб.). Кроме того, ВЭБ сократил задолженность перед Правительством РФ и ЦБ (-74 млрд руб.), уменьшил задолженность перед клиентами (-45 млрд руб.) и по собственным выпущенным ценным бумагам (-128 млрд руб.).

**Основным источником уменьшения обязательств** ВЭБа стало поступление средств от сокращения кредитного портфеля до 2 134,5 млрд руб. (по сравнению с 2 580 млрд руб. на начало года), а также уменьшение запаса денежных средств и эквивалентов с 373 млрд руб. до 266 млрд руб.

**Капитал** ВЭБа вырос, несмотря на убыток, что обусловлено господдержкой. В марте и июне 2016 г. Правительство РФ осуществило имущественный взнос в размере 73,8 млрд руб. и 35,7 млрд руб. Общая сумма докапитализации ВЭБа, предусмотренная федеральным бюджетом на 2016 г., составляет 150 млрд руб.

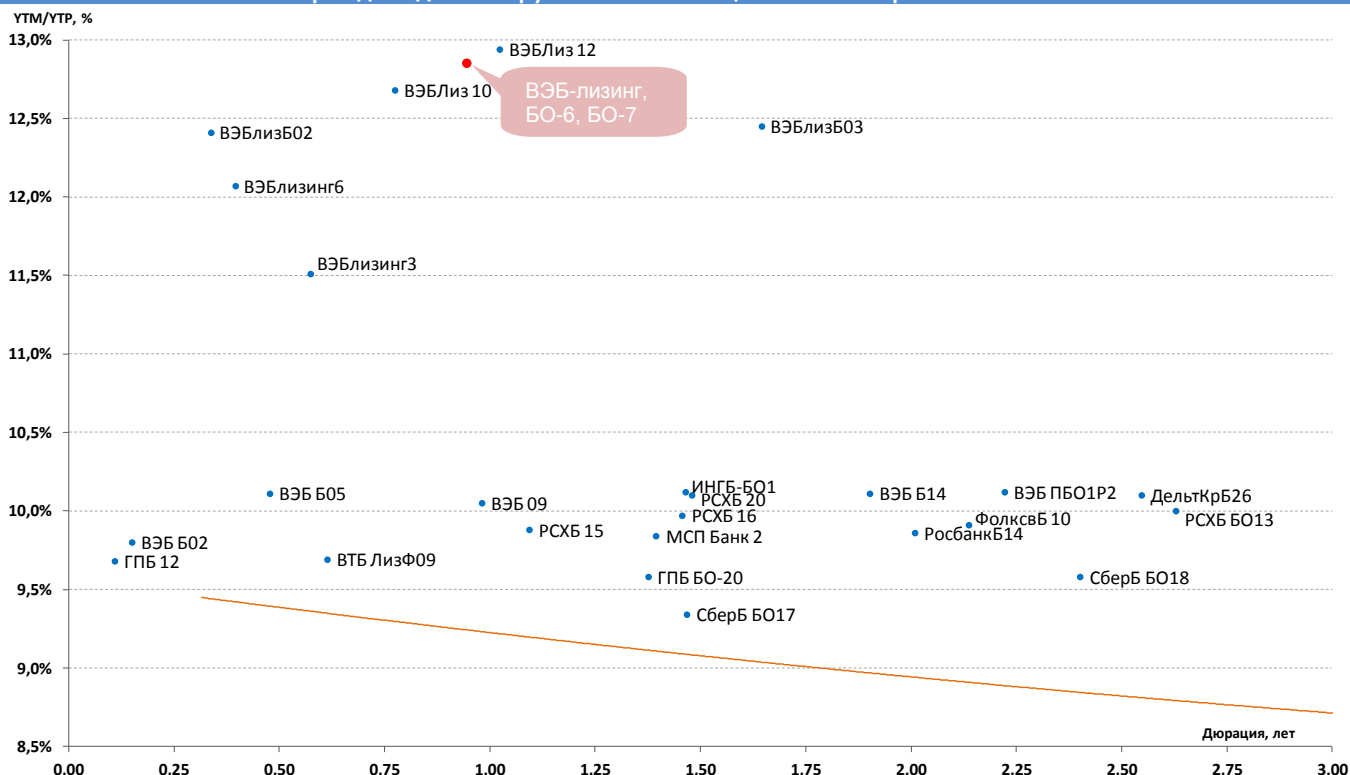
**Торговые идеи.** Сокращение обязательств ВЭБа при увеличении собственного капитала обеспечивает снижение рисков рефинансирования. С учетом реализуемого масштабного пакета мер господдержки долговые инструменты ВЭБа и его дочерних структур показали существенный ценовой рост, полностью отыграв потери, понесенные в начале года. Тем не менее, в евробондах ВЭБа все еще сохраняется расширенная премия к суверенной кривой по сравнению с выпусками российских эмитентов с инвестиционным уровнем кредитного рейтинга. В частности **рекомендуем покупку выпуска VEB-22 с доходностью 4,84%,** что содержит премию к суверенной кривой 177 б.п. и премию 80 б.п. к доходности SBER-22.

**Рекомендуем покупку рублевых выпусков ВЭБ-лизинг серии БО-6 и БО-7, вторичное размещение которых планируется 2 и 6 сентября с доходностью 12,89% годовых.**

Также обращаем внимание, что **ВЭБ-лизинг** (–/BB+/BBB–) в рамках предстоящих ofert по выпускам серии **БО-6 и БО-7** установил ставку на новый купонный период в размере 12,5% годовых (**УТР – 12,89%**). Рекомендуем участвовать во вторичном размещении данных бумаг, которое планируется на 2 и 6 сентября. Объявленный уровень доходности выпусков ВЭБ-лизинг серии БО-6 и БО-7 предполагает премию к кривой доходности ОФЗ в размере 360 б.п., тогда как рублевые выпуски банков с аналогичным уровнем кредитных рейтингов торгуются с премией к кривой ОФЗ в пределах 60 б.п.

**Дмитрий Монастыршин**

### Карта доходностей рублевых облигаций банков первого эшелона





## АЛРОСА (Ba2/BB-/BB): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.

АЛРОСА отчиталась за 1 пол. 2016 г. по МСФО, которые превзошли консенсус-прогноз, в частности по EBITDA. Так, выручка выросла на 42% (г/г) до 186,667 млрд руб., показатель EBITDA – на 58% (г/г) до 111,304 млрд руб., при этом EBITDA margin достигла 60% («+6 п.п.» г/г). Чистая прибыль АЛРОСА за январь-июнь 2016 г. составила 90,385 млрд руб., что в 1,9 раза выше показателя годичной давности. При почти неизменных ценах на алмазы положительное влияние на выручку оказала девальвация рубля и увеличение физических объемов реализации. Данные факторы были определяющими при изменении EBITDA. Долговая нагрузка АЛРОСА снизилась – метрика Чистый долг/EBITDA составила 0,7х против 1,7х в 2015 г., причем как за счет роста EBITDA, так сокращения размера чистого долга – на 48% к 2015 г. до 106 млрд руб. Короткий долг в размере 24,1 млрд руб. полностью покрывался денежными средствами на счетах и депозитах в объеме 68,4 млрд руб. Компания после переноса срока по кредиту Альфа-Банка на 720 млн долл. на 2019 г. сбалансировала график выплат по долгу. Евробонд Alrosa-20 (YTM 4%/3,55 г.), предлагает премию порядка 25 б.п. к выпуску Nor Nickel-20 (Ba1/BBB-/BBB-) при разнице в рейтингах 1-2 ступени, торгуясь чуть ниже выпуска Metalloinvest-20 (Ba2/BB/BB) – на 10 б.п. Выход сильной отчетности может стать поводом для небольшого сближения (на 5-7 б.п.) Alrosa-20 с выпуском Nor Nickel-20 и расширения спреда с Metalloinvest-20.

**АЛРОСА представила итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО – результаты превзошли консенсус-прогноз, в частности по EBITDA...**

**Выручка выросла на 42% (г/г) до 186,7 млрд руб., EBITDA – на 58% (г/г) до 111,3 млрд руб., EBITDA margin достигла 60% («+6 п.п.» г/г)...**

**При почти неизменных ценах на алмазы положительное влияние оказала девальвация рубля и увеличение физических объемов реализации...**

**Долговая нагрузка АЛРОСА в 1 пол. 2016 г. снизилась – метрика Чистый долг/EBITDA составила 0,7х против 1,7х в 2015 г...**

**Комментарий.** Вчера АЛРОСА представила результаты 1 пол. 2016 г. по МСФО, которые превзошли консенсус-прогноз, в частности по EBITDA.

Так, выручка выросла на 42% (г/г) до 186,7 млрд руб., показатель EBITDA – на 58% (г/г) до 111,3 млрд руб., при этом EBITDA margin достигла 60% («+6 п.п.» г/г). Чистая прибыль АЛРОСА за январь-июнь 2016 г. составила 90,4 млрд руб., что в 1,9 раза выше показателя годичной давности.

При почти неизменных ценах на алмазы положительное влияние на выручку оказала девальвация рубля и увеличение физических объемов реализации («+21%» г/г до 21,7 млн карат). Так, эффект от девальвации в выручке оценивается АЛРОСА в размере 31,44 млрд руб., от роста объемов реализации в 35,5 млрд руб. Данные факторы были определяющими при изменении EBITDA. Вместе с тем, менеджмент АЛРОСА в дальнейшем придерживается консервативного прогноза в отношении алмазного рынка.

| Ключевые финансовые показатели<br>млрд руб. | АЛРОСА (МСФО) |             |           |
|---------------------------------------------|---------------|-------------|-----------|
|                                             | 1 пол. 2015   | 1 пол. 2016 | Изм. %    |
| Добыча алмазов, млн карат                   | 18,0          | 16,9        | -6,1      |
| Продажа алмазов, млн карат                  | 18,0          | 21,7        | 20,6      |
| Выручка                                     | 131,9         | 186,7       | 41,6      |
| Операционный денежный поток                 | 51,0          | 93,4        | 83,1      |
| EBITDA                                      | 70,5          | 111,3       | 57,9      |
| EBITDA margin                               | 53,5%         | 59,6%       | 6,1 п.п.  |
| Чистая прибыль                              | 47,4          | 90,4        | 90,7      |
| margin                                      | 35,9%         | 48,4%       | 12,5 п.п. |
|                                             | 2015          | 1 пол. 2016 | Изм. %    |
| Активы                                      | 435,1         | 478,1       | 9,9       |
| Денежные средства и эквиваленты             | 20,5          | 68,4        | 233,8     |
| Долг                                        | 223,2         | 174,4       | -21,9     |
| краткосрочный                               | 25,7          | 24,1        | -6,1      |
| долгосрочный                                | 197,5         | 150,2       | -23,9     |
| Чистый долг                                 | 202,7         | 105,9       | -47,7     |
| Долг/EBITDA                                 | 1,9           | 1,1         |           |
| Чистый долг/EBITDA                          | 1,7           | 0,7         |           |

Источники: данные компании, PSB Research

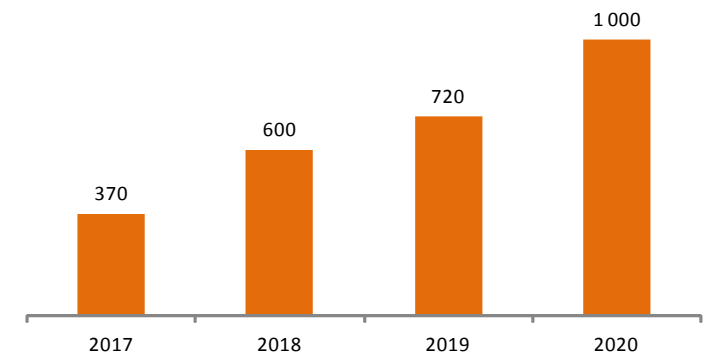
Долговая нагрузка АЛРОСА в 1 пол. 2016 г. снизилась – метрика Чистый долг/EBITDA составила 0,7х против 1,7х в 2015 г., причем как за счет роста EBITDA, так сокращения размера чистого долга – на 48% к 2015 г. до 106 млрд руб. Уровень долга компании в целом комфортный.

Короткий долг в размере 24,1 млрд руб. полностью покрывался денежными

**Компания сбалансировала график выплат по долгу до 2020 г...**

средствами на счетах и депозитах в объеме 68,4 млрд руб. Компания после переноса срока по кредиту Альфа-Банка на 720 млн долл. на 2019 г. сбалансировала график выплат по долгу. Напомним, ранее у компании был пик по выплатам в 2017 г. в размере 1,09 млрд долл.

График погашения долга АЛРОСА (30.06.2016 г.), млн долл.

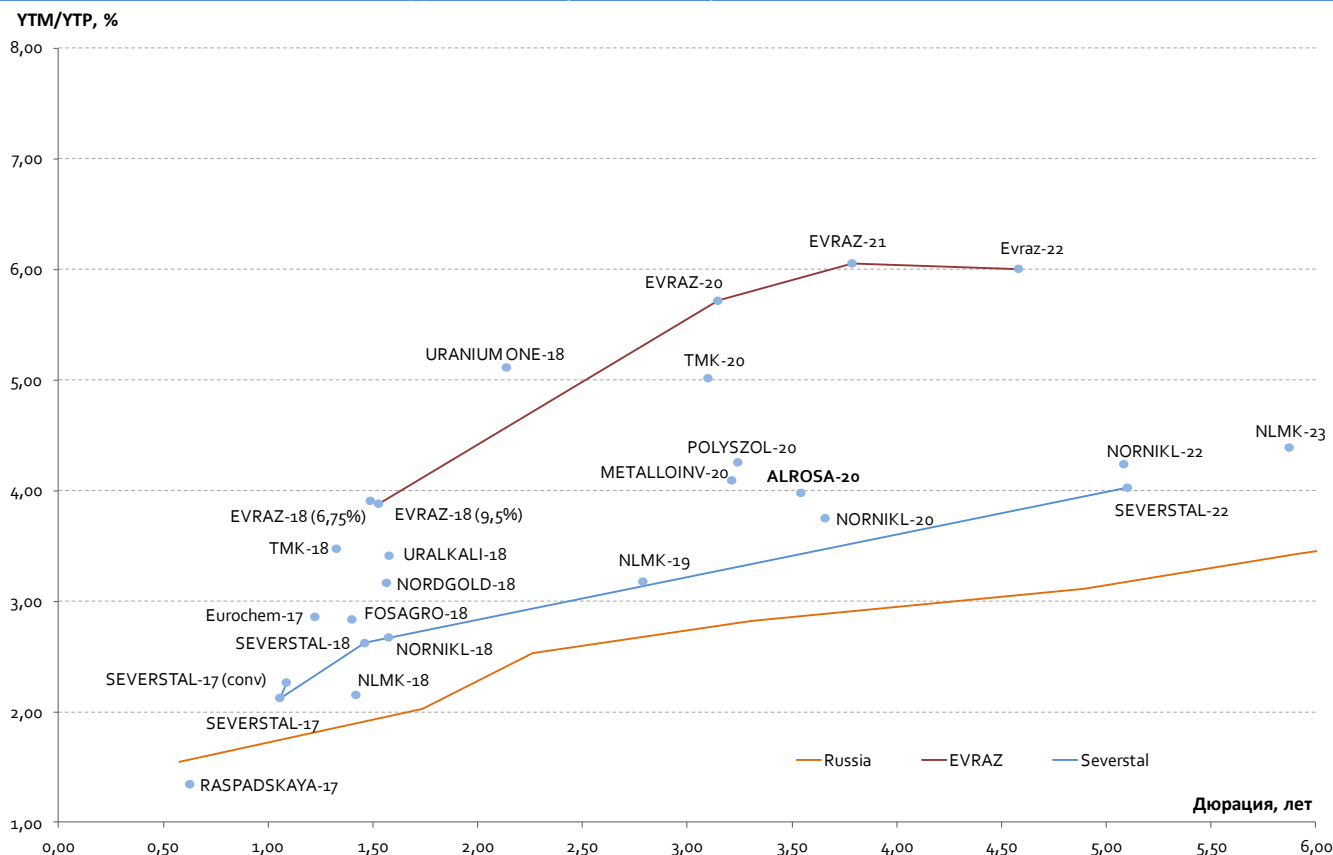


Источники: данные компании, PSB Research

**Хорошая отчетность АЛРОСА может стать поводом для небольшого сближения (на 5-7 б.п.) евробонда Alrosa-20 с выпуском Nornickel-20 и расширением спреда с Metalloinvest-20 ...**

Евробонд Alrosa-20 (YTM 4%/3,55 г.), предлагает незначительную премию порядка 25 б.п. к выпуску Nornickel-20 (Ba1/BBB-/BBB-) при разнице в рейтингах 1-2 ступени, торгуясь чуть ниже выпуска Metalloinv-20 (Ba2/BB/BB) – на 10 б.п. Выход сильной отчетности может стать поводом для небольшого сближения (на 5-7 б.п.) с выпуском Nornickel и расширения спреда с Metalloinvest.

#### Доходности еврооблигаций российских эмитентов



**Александр Полютков**

**ПАО «Промсвязьбанк»**
**PSB Research**

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

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF &lt;GO&gt;

<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) 705-90-96

**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

**Филипп Агравев**
**Александр Сурпин**
**Центр экспертизы для корпоративных клиентов**
**Александр Борисов**
**Конверсии, Хеджирование, РЕПО, DCM, Структурные продукты**

+7 (495) 228-39-22

**Дмитрий Божьев**
**Виктория Давитиашвили**
**Владислав Рима**
**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.