

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор корпоративных событий

Корпоративные события

Наталья Толстошеина n.tolstosheina@zenit.ru Дмитрий Чепрагин d.chepragin@zenit.ru

Полюс (BB-/Ba1/BB-): несмотря на рост долговой нагрузки в 2016 г., финансовые метрики компании остаются хорошими

Вчера золотодобывающая компания ПАО «Полюс» опубликовала финансовые результаты за 2016 г., которые мы оцениваем как неоднозначные. С одной стороны, в 2016 г. выручка компании выросла на 12.3% г/г до 2.5 млрд долл., EBITDA – на 20.2% г/г до 1.5 млрд долл. С другой стороны, долговая нагрузка компании в терминах net debt/EBITDA LTM увеличилась с 0.3x на начало 2016 г. до 2.1x на конец 2016 г.

Основными причинами роста выручки в 2016 г. стали увеличение объема продаж золота на 8% г/г до 1.9 млн унций и повышение средней цены реализации золота. В 2016 г. EBITDA увеличилась на 20.2% г/г до 1.5 млрд долл., EBITDA margin – на 4.1 пп г/г до 62.5%, чему способствовал рост цен, объема продаж, а также девальвация рубля к доллару по сравнению с 2015 г.

В 2016 г. чистый операционный денежный поток компании уменьшился на 4.7% г/г до 933 млн долл., что стало следствием увеличения процентных расходов, уплаченного налога на прибыль, а также пополнения оборотного капитала на 92 млн долл. против его сокращения на 45 млн долл. в 2015 г. Кроме того, в 2016 г. расходы Полюса на CAPEX увеличились на 24.2% г/г до 405 млн долл. В результате, свободный денежный поток в 2016 г. уменьшился по сравнению с 2015 г. на 19.1% г/г, однако остался существенным, на уровне 528 млн долл.

На конец 2016 г. совокупный долг компании вырос к началу года в 2.3 раза до 5.0 млрд долл., чистый долг – с 364 млн долл. на 01.01.2016 до 3.2 млрд долл., долговая нагрузка в терминах net debt/EBITDA LTM - до 2.1x на конец 2016 г. с 0.3x на начало 2016 г. Рост долга был обусловлен реализацией весной 2016 г. программы обратного выкупа акций на сумму 3.4 млрд долл. Кредитный портфель Полюса на конец 2016 г. отличался комфортным графиком погашения: в 2017-2018 гг. компании предстоит погасить или пролонгировать долг на сумму 303 млн долл., при этом срок погашения 68% долга наступает в 2021 г. или позднее. Кроме того, компания располагает большим запасом денежных средств на счетах (1.7 млрд долл.), поэтому риски рефинансирования долга Полюса являются минимальными.

В 2015-2016 гг. ПАО «Полюс» не выплачивал дивиденды акционерам. В октябре 2016 г. компания утвердила новую дивидендную политику, согласно которой выплаты будут зависеть от показателя net debt/EBITDA LTM и будут осуществляться 2 раза в год. Если показатель net debt/EBITDA LTM будет ниже 2.5x, выплаты составят 30% EBITDA, в противном случае совет директоров будет принимать решение о выплате дивидендов, учитывая финансовые результаты компании и макроэкономическую ситуацию. Первые выплаты планируются в 1П17 по результатам отчетности за 2П16 и составят, по нашим оценкам, около 254 млн долл., что будет способствовать сохранению умеренного уровня долговой нагрузки компании (в пределах 2.5x).

В настоящее время рейтинги контролирующего акционера ПАО «Полюс», Polyus Gold International Limited (PGIL), от Fitch и S&P на две ступени ниже рейтингов компании от Moody's. По нашему мнению, опубликованные финансовые результаты являются позитивными для рейтингов PGIL от Fitch и S&P: в перспективе мы не исключаем повышение рейтинга хотя бы одним рейтинговым агентством.

Ключевые финансовые показатели Полюса по МСФО за 2016 г.

млн долл.	2016	2015	%
Выручка	2 458	2 188	12.3%
EBITDA	1 536	1 278	20.2%
Операционная прибыль	1 361	1 164	16.9%
Чистая прибыль	1 445	1 021	41.5%
Рентабельность по EBITDA	62.5%	58.4%	4,1 пп
Операционная рентабельность	55.4%	53.2%	2,2 пп
Чистая рентабельность	58.8%	46.7%	12,1 пп
Операц. ден. поток до изм. ОК	1 531	1 275	20.1%
Чистый операцион. ден. поток*	933	979	-4.7%
CAPEX	405	326	24.2%
Свободный денежный поток	528	653	-19.1%
млн долл.	2016	2015	%
Активы	5 666	5 110	10.9%
в т.ч. денежные средства	1 740	1 825	-4.7%
Долг	4 981	2 189	2,3x
доля краткосрочного долга	5.7%	1.7%	3,9 пп
Чистый долг	3 241	364	8,9x
Капитал	-414	2 047	
CAPEX/EBITDA	0,4x	15x	-
Долг/EBITDA LTM	3,2x	1,7x	-
Ч. Долг/EBITDA LTM	2,1x	0,3x	-
EBITDA/Проценты уплаченные	6,3x	10,3x	-
Долг/Капитал	-	1,1x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

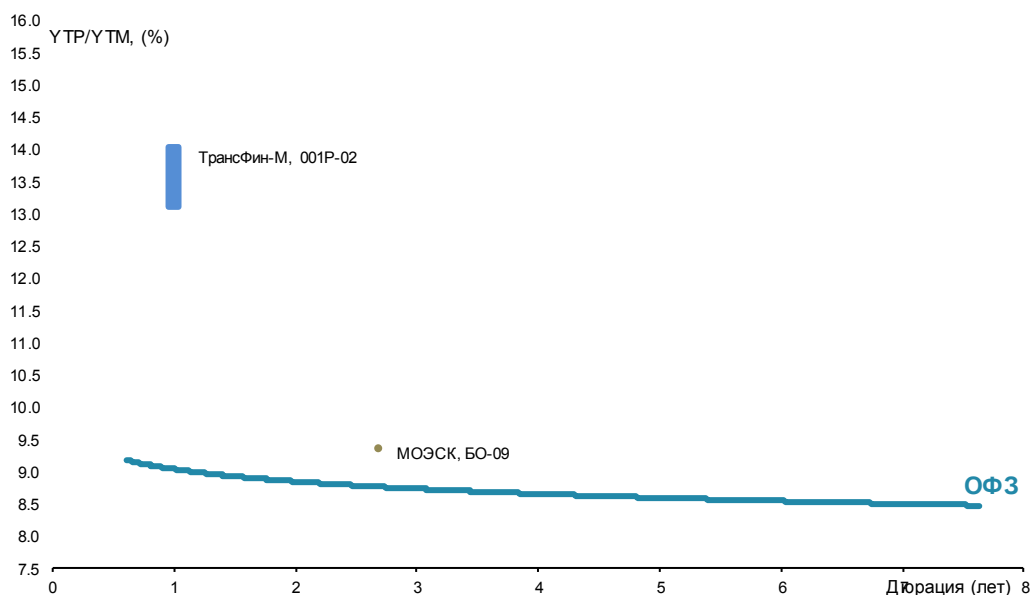
На рынке евробондов котировки долговых инструментов эмитента в целом соответствуют спредам к суверенной кривой бумаг компаний со схожими кредитными метриками. В тоже время, с точки зрения кредитных рейтингов евробонды PGIL смотрятся переоцененными, так как на рынке есть интереснее альтернативы с более высоким кредитным рейтингом. В частности, выпуск VIP'22 предлагает премию в размере 15 бп. к PGILLN'22. Рублевые выпуски, характеризующиеся довольно низкой ликвидностью, торгуются с доходностью в диапазоне 9.3-9.4% годовых на дюрации 3.5 г., что на фоне недавних итогов первичных размещений выглядит чересчур дорого.

Первичный рынок

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
МОЭСК, БО-09	BB- / Ba2 / BB+	да	10 000	9.36	21.02.2017	27.02.2017	нет / 2.68 г	3 г / 10 лет
ТрансФин-М, 001P-02	B / - / -	нет	5 000	13.16-13.96	02.03.2017	06.03.2017	нет / 1 г	1 г / 10 лет

Источники: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/ Размещ. объем	Ориентир УТР/УТМ, % годовых	Фактическая УТР/УТМ, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
ГМС, БО-01	- / - / B+	да	3 000	3.7 / 100%	11.30-11.57	11.04	21.02.2017	нет / 2.62 г
Газпромбанк, БО-23	BB+ / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	9.62-9.83	9.57	20.02.2017	нет / 2.67 г
ЧТПЗ, БО-001P-02	- / Ba3 / BB-	да	5 000	3.6 / 100%	10.20-10.46	10.09	16.02.2017	нет / 4.03 г
Соллерс-Финанс, 01	- / - / B+	да	2 500	н/д / 100%	н/д	12.82	14.02.2017	да / 2.13 г
Газпром Капитал, БО-05 и БО-06	BB+ / Ba1 / BBB-	да	30 000	3.2 / 100%	9.2-9.41	9.10	15.02.2017	нет / 5.06 г
МТС, 001P-01	BB / - / BB-	да	10 000	5 / 100%	9.41-9.62	9.20	10.02.2017	нет / 4.13 г
ГТЛК, 001P-03	BB- / Ba2 / BB-	да	10 000	2.5 / 100%	11.90-12.22	11.46	09.02.2017	нет / 5.29 г
Трансмашхолдинг, ПБО-01	- / - / BB-	да	10 000	4 / 100%	10.72-10.93	10.20	07.02.2017	нет / 2.64 г
Транснефть, БО-001P-05	- / Ba1 / BB+	да	15 000	н/д / 100%	9.41-9.62	9.46	03.02.2017	нет / 5.29 г
Бинбанк, БО-07 (допвыпуск N1, 2, 3 и 5)	B / - / -	нет	5 000	н/д / 100%	13.57-13.27	13.57	31.01.2017	нет / 1 г
Башнефть, 001P-03R	- / Ba1 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	н/д	9.62	30.01.2017	нет / 5.27 г
Альфа-банк, БО-18	BB / Ba2 / BB+	да	5 000	н/д / 100%	9.73-9.94	9.67	23.01.2017	нет / 2.67 г
Внешэкономбанк, ПБО-001P-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	10 000	н/д / 100%	н/д	10.00	12.01.2017	нет / 4.06 г
Роснефть, 001P-03	BB+ / Ba1 / -	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.73	29.12.2016	нет / 6.66 г
ЧТПЗ, БО-001P-01	- / Ba3 / BB-	да	5 000	3 / 100%	11.04-11.30	11.04	29.12.2016	нет / 3.35 г
Комкор, П01-БО-01	- / B2 / -	нет	3 500	н/д / 100%	13.43-13.96	13.69	29.12.2016	нет / 1.81 г
Лидер-инвест, БО-П01	NR	нет	3 000	н/д / 100%	13.96-14.49	13.96	27.12.2016	нет / 1.40 г
АИЖК, БО-05	BB+ / Ba1 / BBB-	да	5 000	4 / 100%	9.63-9.68	9.68	23.12.2016	нет / 2.65 г



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru
Управление продаж		bondsales@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru
Аналитическое управление		research@zenit.ru
	Акции	firesearch@zenit.ru
	Облигации	
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Управление рынков долгового капитала		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
Департамент доверительного управления активами		
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.