



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



Сбербанк (Ba1/-/BBB-) опубликовал сильные результаты по МСФО за 6м2016.



Альфа-Банк (Ba2/BB/BB+) улучшил финансовые результаты за 6м2016 г. по МСФО.



Лента (Ba3/BB-/BB): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.



Совкомфлот (Ba1/BB+/BB): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.



Металлоинвест (Ba2/BB/BB): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.

Сбербанк (Ba1/-/BBB-) опубликовал сильные результаты по МСФО за 6м2016 г.

Сбербанк презентовал консолидированную отчетность по МСФО за 6м2016 г., показав улучшение финансовых результатов. Чистая прибыль Сбербанка за 6м2016 г. составила 263,1 млрд руб. против 85,2 млрд руб. за 6м2015 г. Улучшение финансовых результатов было обеспечено за счет роста чистых процентных доходов и снижения расходов на резервирование потерь по сравнению с прошлым годом. Доля неработающих кредитов в кредитном портфеле снизилась до 4,9% с 5,0% на начало года. При этом уровень покрытия резервами проблемных кредитов вырос до 1,3х по сравнению с 1,2х на начало года. Активы Сбербанка в первом полугодии 2016 г. сократились на 5,6%, что соответствует общему тренду в отрасли. Кредитный портфель сократился на 4,2%. Основным фактором снижения кредитного портфеля и активов в целом стало укрепление рубля и переоценка валютных статей баланса. Капитализация прибыли вместе с сокращением взвешенных по риску активов обеспечила улучшение коэффициента достаточности общего капитала с 12,6% на начало года до 14,1% на конец первого полугодия 2016 г. (Базель I). Мы ожидаем, что на фоне улучшения операционной среды Сбербанк во втором полугодии 2016 г. сможет показать дальнейший рост прибыльности, что будет поддерживать рост котировок долговых инструментов эмитента.

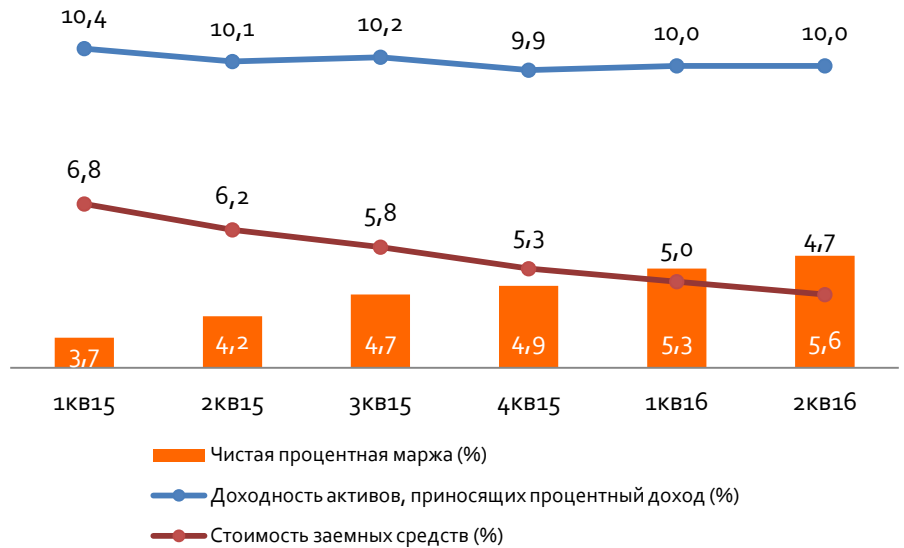
За 6м2016 г. чистая прибыль Сбербанка составила 263,1 млрд руб. против 85,2 млрд руб. за 6м2015 г...

Комментарий. Чистая прибыль Сбербанка, по данным МСФО, во 2кв2016 г. выросла до 145,4 млрд руб. по сравнению с 117,7 млрд руб. за первый квартал текущего года. За 6м2016 г. чистая прибыль Сбербанка составила 263,1 млрд руб. против 85,2 млрд руб. за 6м2015 г. Показатель рентабельности собственных средств за 6м2016 г. улучшился до 21,1% по сравнению с 8,1% за 6м2015 г.

Улучшение финансовых результатов было обеспечено за счет роста чистых процентных доходов и снижения расходов на резервирование потерь по сравнению с прошлым годом. Наиболее сильное влияние на рост чистых процентных доходов оказывает снижение стоимости фондирования. Чистые процентные доходы Сбербанка за 2кв2016 г. составили 339,3 млрд руб., увеличившись на 4,2% относительно 1кв2016 г. и на 49,4% относительно 2кв2015 г. Процентные расходы снизились за 2кв2016 г. на 9,7% относительно 1кв2016 г. и на 19,1% относительно 2кв2015 г. За 6м2016 г. рост процентных доходов составил 9,6% г/г, а процентные расходы снизились на 20,5%.

Динамика чистой процентной маржи Сбербанка

Основным драйвером прибыли выступает снижение стоимости фондирования и восстановление чистой процентной маржи. За 6м2016 г. показатель NIM улучшился до 5,5% по сравнению с 4,0% за 6м2015 г...



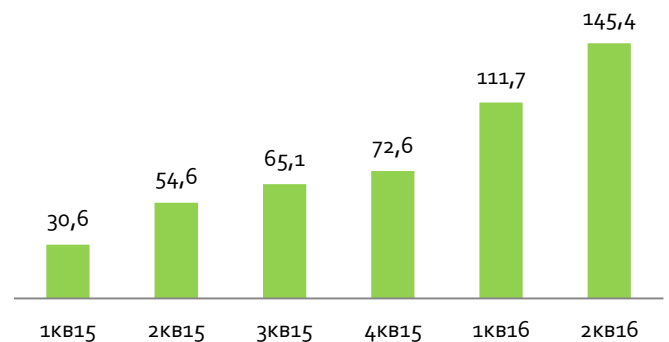
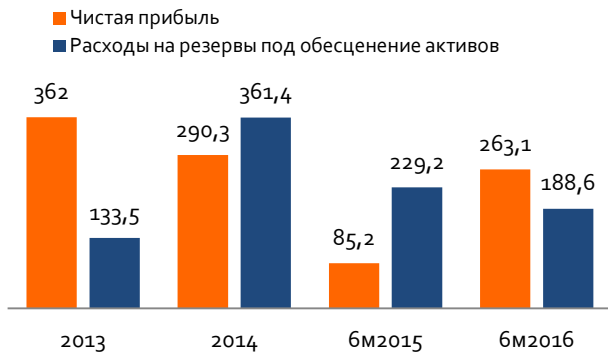
Качество кредитного портфеля улучшается, что позволяет сократить расходы на резервирование потерь. Показатель NPL 90+ на конец первого полугодия снизился до 4,9% против 5,0% на начало года...

Источник: МСФО-отчетность

Доля неработающих кредитов в кредитном портфеле Сбербанка во 2кв2016 г. снизилась до 4,9% по сравнению с 5,0% на начало года и 5,2% в 1кв2016 г. Стабилизация качества кредитного портфеля позволила Сбербанку сократить расходы на формирование резервов на покрытие потерь до 180,4 млрд руб. за 6м2016 г. по сравнению с 232,4 млрд руб. за 6м2015 г. При этом уровень покрытия проблемных кредитов резервами вырос до 1,3х по сравнению с 1,2х за 6м2015 г.

Прибыль и отчисления в резервы Сбербанка, млрд руб.

Динамика чистой прибыли Сбербанка, млрд руб.



Источник: МСФО-отчетность

Источник: МСФО-отчетность

Сокращение взвешенных по риску активов и капитализация прибыли обеспечили улучшение показателей достаточности собственных средств Сбербанка...

Коэффициент достаточности общего капитала (Базель-I) улучшился за первое полугодие 2016 г. с 12,6% до 14,1%...

Активы Сбербанка в 1 пол. 2016 г. сократились на 5,6%, что соответствует общему тренду в отрасли. **Кредитный портфель** сократился на 4,2%. Основным фактором снижения кредитного портфеля и активов в целом стало укрепление рубля и переоценка валютных статей баланса. Вместе с этим мы обращаем внимание на рост портфеля ценных бумаг на 162,2 млрд руб., что соответствует увеличению на 5,6% с начала года. В абсолютном выражении портфель ценных бумаг вырос до 3 068,2 млрд руб., что составляет 11,9% от всех активов Сбербанка. Увеличение портфеля ценных бумаг позволило Сбербанку частично компенсировать сокращение кредитного портфеля (на 781 млрд руб. за 6м2016 г.). Существенного высвобождения ликвидности в связи с сокращением кредитного портфеля Сбербанка не произошло, так как в пассивах произошло симметричное сокращение валютных обязательств.

Собственный капитал вырос, несмотря на выплату дивидендов. Во 2кв2016 г. Сбербанк выплатил дивиденды за 2015 г. в размере 44,4 млрд руб. Данный отток был полностью восполнен капитализацией прибыли за 6м2016 г. в размере 263,1 млрд руб. Вместе с сокращением взвешенных по риску активов рост собственных средств обеспечило улучшение коэффициента достаточности общего капитала с 12,6% на начало года до 14,1% на конец первого полугодия 2016 г. (Базель I).

Финансовые результаты Сбербанка оказались лучше ранее озвученных прогнозов менеджмента...

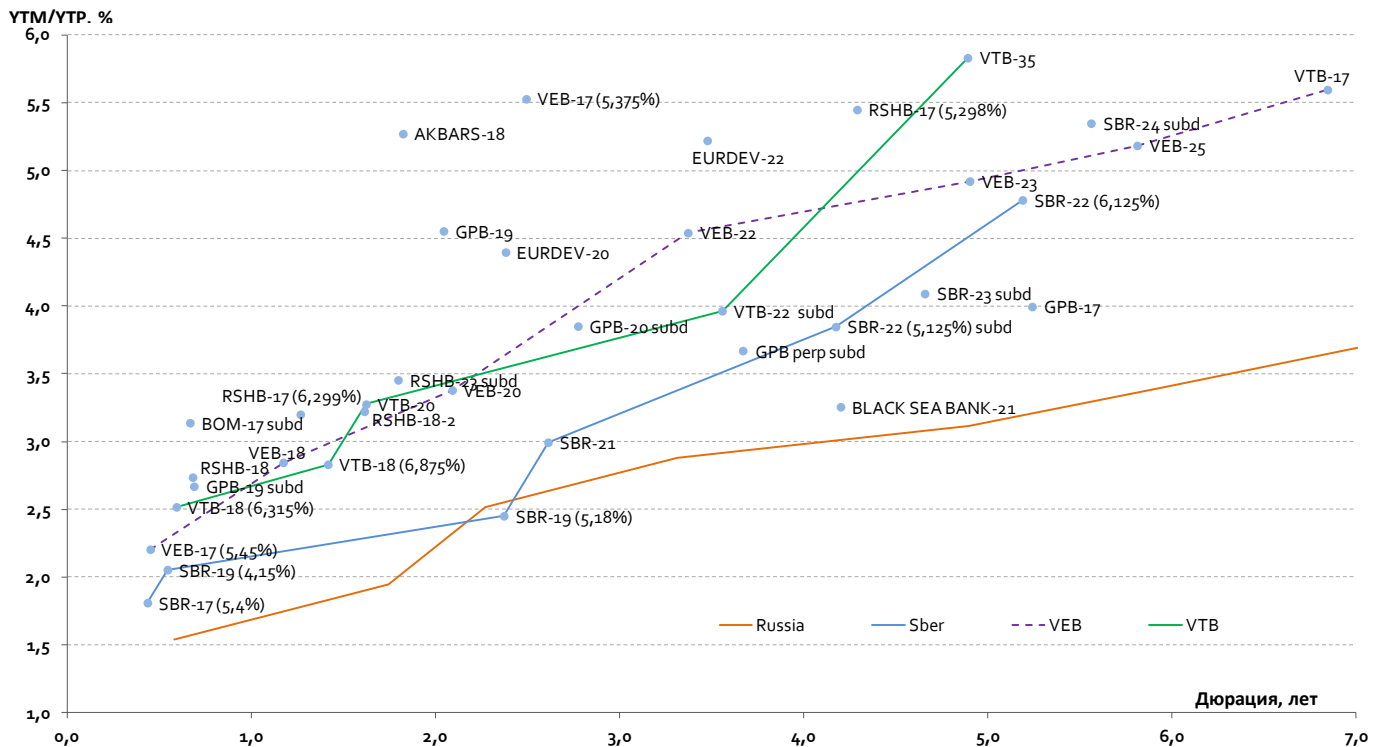
С учетом улучшения кредитных метрик, мы ожидаем сокращения премии в длинных выпусках Сбербанка к суверенной кривой...

Финансовые результаты Сбербанка оказались лучше, ранее озвученных прогнозов менеджмента. Показатель стоимости риска за 6м2016 г. снизился до 190 б.п. по сравнению с прогнозом 1кв2016 г. на уровне 200 – 250 б.п. Показатель рентабельности собственного капитала составил 21,1% по сравнению с прогнозом 15% – 19%, который озвучивался в конце 1кв2015 г. А в начале 2016 г. Сбербанк прогнозировал, что сможет генерировать прибыль лишь для обеспечения рентабельности собственного капитала на уровне 13% - 15% .

Мы ожидаем, что на фоне улучшения операционной среды Сбербанк во втором полугодии 2016 г. сможет показать дальнейшее улучшение финансовых результатов, что будет поддерживать рост котировок долговых инструментов эмитента. Наиболее интересно смотрятся длинные евробонды, торгуемые с расширенной премией (70 – 130 б.п.) к суверенной кривой.

/ Дмитрий Монастыршин

Карта доходности еврооблигаций госбанков



Ключевые финансовые показатели Сбербанка (консолидированная МСФО-отчетность)

Показатели отчетности, млрд руб.	2013	2014	2015	6м2016	Изм. 6м2016/ 2015
Активы	18 210	25 201	27 335	25 794	-5,6%
Денежные средства	1 327	2 309	2 334	1 952	-16,4%
доля в активах	7,3%	9,2%	8,5%	7,6%	-1,0 п.п.
Кредиты (net)	12 934	17 757	18 728	17 947	-4,2%
доля в активах	71,0%	70,5%	68,5%	69,6%	1,1 п.п.
NPL (>90дн.)	2,9%	3,2%	5,0%	4,9%	-0,1 п.п.
Impairment allowance / NPL (90+)	1,6	1,5	1,2	1,3	15,1 п.п.
Финансовые активы	2 040	3 039	3 441	3 413	-0,8%
доля в активах	11,2%	12,1%	12,6%	13,2%	0,6 п.п.
Средства клиентов	12 064	15 563	19 798	18 787	-5,1%
доля в пассивах	66,2%	61,8%	72,4%	72,8%	0,4 п.п.
Капитал	1 881	2 020	2 375	2 604	9,7%
доля в пассивах	10,3%	8,0%	8,7%	10,1%	1,4 п.п.
К-т достаточности общего капитала	13,4%	12,1%	12,6%	14,1%	1,5 п.п.
Показатели прибыльности, млрд руб.	2013	2014	2015	6м2016	Изм. 6м2016/ 6м2015
Чистые процентные доходы	862,2	1 019,7	988,0	664,8	55,5%
Чистые комиссионные доходы	220,3	259,2	319,0	163,1	15,3%
Создание резервов под обесценение	-134,9	-361,4	-475,2	-180,4	-22,4%
Операционные доходы	1 094,8	1 300,7	1 429,8	820,4	27,5%
Операционные расходы	-504,2	-565,1	-623,4	-312,6	9,2%
Прибыль за период	362,0	290,3	222,9	263,1	208,8%
Качественные показатели деятельности	2013	2014	2015	6м2016	Изм. 6м2016/ 6м2015
Рентабельность собственных средств	20,8%	14,8%	10,2%	21,1%	13,0 п.п.
Cost / Income	46,1%	43,4%	43,6%	37,7%	-7,1 п.п.
NIM	5,9%	5,6%	4,4%	5,5%	1,5 п.п.

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

Альфа-Банк (Ba2/BB/BB+) представил сильные результаты за 6м2016 г. по МСФО.

Чистая прибыль группы Альфа-Банк по МСФО за 6м2016 г. составила \$161 млн против \$32 млн за 6м2015 г. Как и в целом по системе улучшение финансовых результатов банка обеспечило удешевление фондирования и снижение стоимости риска. Капитализация прибыли обеспечила улучшение показателей достаточности собственных средств. Собственный капитал Альфа-Банка вырос на 6,9%, до \$4,6 млрд долларов. Коэффициенты достаточности общего капитала и капитала первого уровня составили 21,1% и 16,7% соответственно (по стандартам Базель I). Обращающиеся выпуски облигаций Альфа-Банка, на наш взгляд, справедливо оценены, и дальнейшее движение бумаг будет вместе с рынком.

За 6м2016 г. Альфа-Банк заработал чистую прибыль 161 млн долл. по сравнению с 32 млн долл. за 6м2015 г...

Улучшение финансовых результатов обеспечило сокращение расходов на резервирование, и улучшение чистой процентной маржи...

Доля проблемной задолженности в кредитном портфеле (90+ дней) сократилась за первое полугодие 2016 г. с 6,9% до 4,4%.

Показатель NIM улучшился до 4,5% против 3,7% за 6м2015 г...

Активы за 6м2016 г. выросли на 5,9% - до 33,3 млрд долл. В рублевом эквиваленте активы банка сократились на 6,7%, что обусловлено укреплением курса национальной валюты и соответствует средней динамике по российской банковской системе...

Комментарий.

Чистая прибыль группы Альфа-Банк по МСФО за 6м2016 г. составила 161 млн долл. против 32 млн долл. за 6м2015 г. Как и в целом по системе улучшение финансовых результатов банка обеспечило удешевление фондирования и снижение стоимости риска.

Показатель чистой процентной маржи (NIM) за 6м2016 г. вырос до 4,5% против 3,7% за 6м2015 г. В абсолютном выражении чистые процентные доходы группы Альфа-Банк за 6м2016 г. составили 641 млн долл., что на 0,2% превышает показатель за аналогичный период прошлого года. В рублевом эквиваленте чистые процентные доходы выросли на 23,2%.

Доля проблемной задолженности в кредитном портфеле (90+ дней) Альфа-Банка сократилась за первое полугодие 2016 г. с 6,9% до 4,4%. Это позволило банку сократить расходы на формирование резервов до 131 млн долл. за 6м2016 г. против 466 млн долл. за 6м2015 г. Показатель стоимости риска снизился с 3,4% до 1,2%. Покрытие проблемной задолженности резервами улучшилось до 122% по сравнению с 95% на начало текущего года.

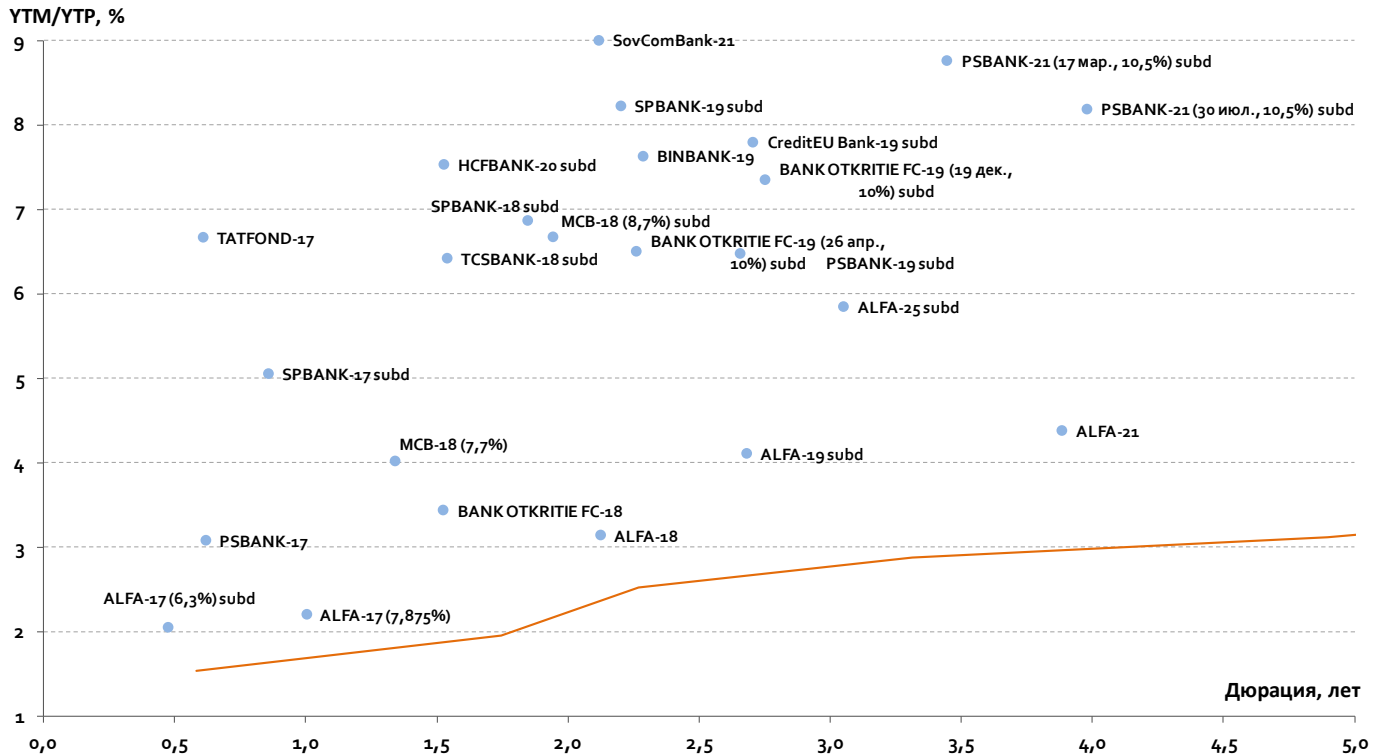
Активы группы Альфа-Банк за 6м2016 г. выросли с 31,5 млрд долл. до 33,3 млрд долл. (+5,9%). В рублевом эквиваленте активы банка сократились на 6,7%, что обусловлено укреплением курса национальной валюты и соответствует средней динамике по российской банковской системе. Доля валютных активов на балансе Альфа-Банка на 30.06.2016 г. составила 55,2%, снизившись на 4,9 п.п. с начала года. При этом доля валютных активов в структуре баланса все еще остается высокой, почти в два раза превышая средний показатель по системе. Высокая доля валютных активов при девальвации рубля обеспечивала Альфа-Банку хорошие результаты, однако в условиях укрепления рубля переоценка валютных активов будет оказывать негативное влияние на финансовые результаты банка.

Достаточность собственных средств поддерживается на комфортном уровне. Капитал группы Альфа-Банк вырос за 6м2016 г. на 6,9%, до 4,6 млрд долл. Коэффициенты достаточности общего капитала и капитала первого уровня составили 21,1% и 16,7% соответственно (по стандартам Базель I).

Долговые инструменты Альфа-Банка традиционно торгуются с минимальной премией к суверенной кривой по сравнению с остальными российскими частными банками, что отражает сильный кредитный профиль эмитента и наличие достаточных запасов валютной ликвидности. Текущий уровень доходности бумаг Альфа-Банка, на наш взгляд, соответствует справедливому уровню, и дальнейшее движение котировок будет коррелировать с рынком.

/ Дмитрий Монастыршин

Карта доходности еврооблигаций банков



Ключевые финансовые показатели Альфа-Банка (консолидированная МСФО-отчетность)

Показатели отчетности, млн долл.	2013	2014	2015	6м2016	Изм. 6м2016/ 2015
Активы	48 647	43 566	31 470	33 316	6%
Денежные средства	5 925	4 999	3 145	3 265	4%
доля в активах	12,2%	11,5%	10,0%	9,8%	-0,2 п.п.
Кредиты (net)	32 507	26 465	20 239	20 812	3%
доля в активах	66,8%	60,7%	64,3%	62,5%	-1,8 п.п.
доля розничных кредитов в портфеле	18,0%	16,3%	12,5%	12,9%	0,4 п.п.
NPL (90+)	1,2%	2,7%	6,9%	4,4%	-2,5 п.п.
Резервы / NPL	3,6	2,16	0,95	1,21	26 п.п.
Вложения в финансовые активы	4 535	3 889	4 550	5 097	12%
доля в активах	9,3%	8,9%	14,5%	15,3%	0,8 п.п.
Средства клиентов	26 725	20 059	17 748	19 163	8%
доля в активах	56,8%	46,0%	56,4%	57,5%	1,1 п.п.
Капитал	4 818	4 283	4 332	4 645	7%
доля в активах	9,9%	9,8%	13,8%	13,9%	0,2 п.п.
Достаточность капитала (TCAR)	16,7%	17,7%	21,7%	21,1%	-0,6 п.п.
Показатели прибыльности	2013	2014	2015	6м2016	Изм. 6м2016/ 6м2015
Чистые процентные доходы	2 246	2 178	1 279	641	1%
Чистые комиссионные доходы	780	825	585	277	2%
Создание резервов под обесценение	-565	-1 228	-777	-131	-72%
Операционные доходы	3 066	2 426	2 315	860	-18%
Операционные расходы	-1 354	-1 186	-971	-465	-3%
Прибыль за период	900	33	480	161	403%
Качественные показатели деятельности	2013	2014	2015	6м2016	Изм. 6м2016/ 6м2015
RoAE	20,1%	0,7%	11,1%	7,2%	5,7 п.п.
Cost / Income	43,7%	45,8%	43,0%	50,9%	5,2 п.п.
NIM	5,3%	5,1%	3,7%	4,5%	0,8 п.п.

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

Лента (Ваз/ВВ-/ВВ): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.

Лента отчиталась за 1 пол. 2016 г. по МСФО – в рамках консенсус-прогноза и ожиданий менеджмента. Выручка увеличилась на 21,9% г/г до 140,1 млрд руб., EBITDA – на 16,4%, до 13,7 млрд руб., Сопоставимые продажи выросли на 5,2% за счет повышения покупательского трафика на 2,1% и роста среднего чека на 3%. EBITDA margin снизилась на 0,4 п.п до 9,8% за счет инвестиций в цены и маркетинговой активности. Тем не менее, рентабельность компании остается выше средней по сектору, а темпы роста финансовых показателей уступают лишь Х5. Долговая нагрузка компании с начала года выросла с 1,9х до 2,2х по метрике Чистый долг/EBITDA за счет сокращения денежных средств на балансе. График погашения долга имеет небольшой пик в 2018 г. в размере 25,9 млрд руб., риски рефинансирования невелики с учетом 48,3 млрд руб. неиспользованных кратко- и долгосрочных кредитных линий. В июле Fitch повысило рейтинг Ленты до «ВВ» с «ВВ-» со Стабильным прогнозом. Аналитики агентства ожидают, что компания сможет укрепить свои позиции на рынке и увеличить масштаб бизнеса в среднесрочной перспективе, сохраняя при этом консервативные показатели кредитоспособности. Из облигаций компании достаточной ликвидностью обладает лишь выпуск оз с 2-летней офертой, который торгуется на уровне YTM 9,6-10,2%. На наш взгляд, более интересной альтернативой выглядят 1,5-летние бонды Магнита (-/ВВ+/-) БО-001Р-02 с YTM 9,6-10%.

Лента представила хорошие результаты за 1 п. 2016 г. по МСФО...

Выручка увеличилась на 21,9%, до 140,1 млрд руб., EBITDA – на 16,4%, до 13,7 млрд руб., темпы роста уступают лишь Х5...

EBITDA margin снизилась на 0,4 п.п. до 9,8% за счет инвестиций в цены и маркетинговой активности, но осталась выше средней по сектору...

Комментарий. Вчера последним из крупных продуктовых ритейлеров за 1 пол. 2016 г. по МСФО отчиталась Лента. Результаты вышли в рамках консенсус-прогноза и ожиданий менеджмента, за исключением чистой прибыли, которая выросла на 45,9% г/г до 4,3 млрд руб. при прогнозе 4,6 млрд руб. Динамика остальных финансовых результатов также оказалась положительной, среди основных конкурентов уступив лишь показателям Х5. Выручка Ленты в 1 полугодии увеличилась на 21,9% до 140,1 млрд руб., EBITDA – на 16,4% до 13,7 млрд руб., Сопоставимые продажи (LfL) выросли на 5,2% за счет повышения покупательского трафика на 2,1% и роста среднего чека на 3%.

В сложных макроэкономических условиях ритейлеру удалось удержать рентабельность EBITDA на высоком уровне 9,8% (-0,4 п.п.). Негативный эффект от инвестиций в цены и маркетинговой активности был компенсирован улучшением условий от поставщиков и ростом эффективности цепочки поставок. Чистый операционный денежный поток Ленты по итогам полугодия вырос на 39,3%, до 7,2 млрд руб. Капитальные вложения увеличились на 37% до 16,1 млрд руб., из-за роста инвестиций в приобретение земельных участков и проекты будущих магазинов. В целом, финансовые результаты компании можно оценить позитивно, и ее менеджмент настроен оптимистично, подчеркивая, что операционные улучшения, сделанные в прошлом году, имеют долговременный эффект.

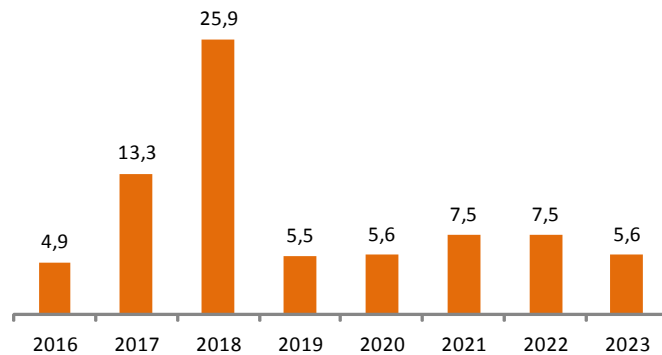
Ключевые финансовые показатели (МСФО) млрд руб.	Лента (Ваз/ВВ-/ВВ)			Х5 (Ваз/ВВ-/ВВ)			О'КЕЙ (-/В+)			Магнит (-/ВВ+/-)		
	1п. 2015	1п. 2016	Изм. %	1п. 2015	1п. 2016	Изм. %	1п. 2015	1п. 2016	Изм. %	1п. 2015	1п. 2016	Изм. %
Количество магазинов, шт.	143	189	32,2	5 971	7 936	32,9	112	156	39,3	10 728	12 888	20,1
Общая торговая площадь, тыс. кв.м.	751	923	22,8	2 844	3 747	31,8	566	602	6,4	3 928	4 677	19,1
Выручка	115	140	21,9	383	483	26,3	76	84	10,3	455	522	14,7
EBITDA	11,7	13,7	16,4	27,5	36,5	32,6	4,7	3,3	-29,1	48,6	51,6	6,1
EBITDA margin	10,2%	9,8%	-0,4 п.п.	7,2%	7,6%	0,4 п.п.	6,2%	4,0%	-2,2 п.п.	10,7%	9,9%	-0,8 п.п.
Чистая прибыль	3,0	4,3	45,9	7,9	13,0	63,7	0,6	-0,8	-	25,3	26,1	3,3
margin	2,6%	3,1%	0,5 п.п.	2,1%	2,7%	0,6 п.п.	0,8%	-0,9%	-1,7 п.п.	5,6%	5,0%	-0,6 п.п.
	2015	1п. 2016	Изм. %	2015	1п. 2016	Изм. %	2015	1п. 2016	Изм. %	2015	1п. 2016	Изм. %
Активы	178	173	-3,1	402	417	3,7	90	83	-7,8	404	416	2,8
Денежные средства и эквиваленты	22	8	-63,8	9	5	-39,4	10	4,2	-56,5	8	5	-41,8
Долг	76	75	-0,9	144	156	8,2	35	34,1	-3,4	104	120	15,3
краткосрочный	11	14	32,0	43	43	0,9	12	10	-11,6	45	85	90,1
долгосрочный	65	61	-6,3	102	113	11,2	24	24	0,7	59	35	-41,2
Чистый долг	53	67	25,5	135	151	11,3	26	29,9	16,9	96	115	20,3
Долг/EBITDA	2,7	2,5	-0,2	2,4	2,3	-0,1	3,5	3,9	0,4	1,0	1,1	0,1
Чистый долг/EBITDA	1,9	2,2	0,3	2,3	2,2	-0,1	2,5	3,4	0,9	0,9	1,1	0,2

Объем долга компании за отчетный период практически не изменился, оставшись на уровне 75,2 млрд руб...

Рост капзатрат привел к увеличению долговой нагрузки в терминах Чистый долг/ЕБИТДА с 1,9х до 2,2х...

Объем долга компании за период практически не изменился, оставшись на уровне 75,2 млрд руб. При этом долговая нагрузка по метрике Чистый долг/ЕБИТДА выросла до 2,2х против 1,9 на конец прошлого года. Это обусловлено сокращением денежных средств на 64% до 8,1 млрд руб., которое объясняется существенным ростом капитальных затрат. Кроме того, в марте Лента выкупила по оферте облигации серии 02 на 3 млрд руб. Пока что компания сохраняет комфортный уровень ликвидности, с учетом 48,3 млрд руб. неиспользованных кратко- и долгосрочных кредитных линий. По оценке компании, в результате улучшения условий по крупным обязательствам график погашения задолженности существенно улучшился, однако остается небольшой пик в 2018 году. Лента также ожидает, что средневзвешенная стоимость долга в 3 квартале снизится с текущих 12,33% до 11,75%.

График погашения долга Ленты, млрд руб.



Источники: данные компании, PSB Research

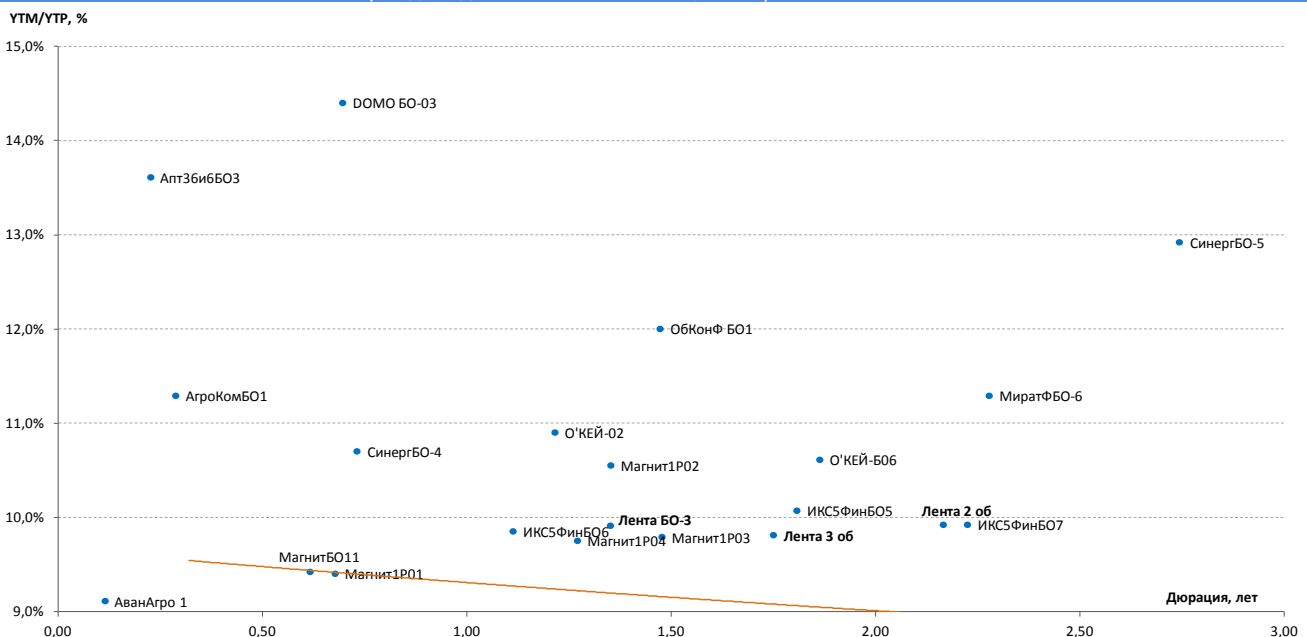
Риски рефинансирования долга остаются невысокими, пик выплат приходится на 2018 г...

В июле агентство Fitch повысило рейтинг Ленты до «ВВ» с «ВВ-» со Стабильным прогнозом....

Облигации эмитента низколиквидны и не имеют существенного потенциала роста, бонды Магнита (-/ВВ+/-) смотрятся интереснее...

В июле агентство Fitch повысило рейтинг Ленты на одну ступень, до «ВВ» с «ВВ-» со стабильным прогнозом. Аналитики Fitch ожидают, что компания сможет укрепить свои позиции на рынке и увеличить масштаб бизнеса в среднесрочной перспективе, сохраняя при этом консервативные показатели кредитоспособности в соответствии с присвоенными рейтингами. Вчера ритейлер подтвердил планы открыть не менее 40 гипермаркетов в 2016 году и удвоить количество открытий супермаркетов по сравнению с 2015 годом. По прогнозу Ленты, ее капзатраты по итогам 2016 года составят 45-50 млрд рублей, что предполагает дальнейший рост долговой нагрузки. Из облигаций компании достаточной ликвидностью обладает лишь выпуск 03 с двухлетней офертой (УТМ 9,6-10,2%). На наш взгляд, более интересной альтернативой выглядят 1,5-летние бонды Магнита (-/ВВ+/-) 1P-02 с УТМ 9,6-10%.

Карта доходностей: Ритейл и пищевая промышленность



Совкомфлот (Ba1/BB+/BB): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.

Совкомфлот подвел итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО – отчетность может оказать поддержку еврообондам. На фоне слабой конъюнктуры мирового рынка танкерных перевозок финансовые показатели компании продемонстрировали умеренное снижение к 1 пол. 2015 г.: выручка сократилась на 9,2% до 680,2 млн долл., EBITDA – на 2,0% до 385,8 млн долл., чистая прибыль – на 23,3% до 165,9 млн долл. При этом EBITDA margin поднялась на 4,2 п.п. до 56,7%. Отметим, что будущие доходы компании во многом обеспечены текущими контрактами в размере 8,2 млрд долл. Позитивным моментом вышедшей отчетности стало снижение долговой нагрузки с 3,2х в 2015 г. до 3,0х в 1 пол. 2016 г. по метрике Чистый долг/EBITDA. Компании также удалось улучшить структуру долга за счет размещения облигаций и соглашения с ВТБ о долгосрочном проектном финансировании на 260 млн долл. С учетом этих факторов в июне Moody's повысило рейтинг Совкомфлота с Ba2 до Ba1. 7-летние еврообонды Совкомфлот-23 торгуются на уровне YTM 4,66-4,79% и могут продемонстрировать умеренный рост котировок в ближайшие месяцы при спредах порядка 150 б.п. к суверенной кривой и 65 б.п. к РЖД-22.

Совкомфлот представил результаты за 1 п. 2016 г. по МСФО...

Ослабление конъюнктуры мирового рынка танкерных перевозок привело к ухудшению фин. показателей...

По состоянию на конец 1 пол. 2016 г. объем законтрактованной выручки будущих периодов составил \$8,2 млрд...

Комментарий. Транспортная компания Совкомфлот представила результаты за 1 пол. 2016 г. по МСФО. Большинство финансовых показателей продемонстрировало умеренное снижение к 1 пол. 2015 г., учитывая слабую конъюнктуру: выручка сократилась на 9,2% до 680,2 млн долл., EBITDA – на 2,0% до 385,8 млн долл., чистая прибыль – на 23,3% до 165,9 млн долл. В качестве позитивного момента можно отметить рост EBITDA margin на 4,2 п.п. до 56,7%. Результаты объясняются ослаблением конъюнктуры мирового рынка танкерных перевозок: в некоторых сегментах рынка спотовые ставки снизились примерно на треть по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

В соответствии со стратегией компания сконцентрировала усилия на диверсификации деятельности за счет расширения портфеля проектов с долгосрочной фиксированной доходностью. По словам менеджмента, участие в проектах Сахалин-1 и Сахалин-2, Варандей, Приразломное, Новый порт, Ямал СПГ гарантирует Совкомфлоту источник постоянного дохода даже в условиях рыночной неопределенности и обеспечит занятость значительной части флота. По состоянию на конец 1 пол. 2016 г. объем законтрактованной выручки будущих периодов составил 8,2 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели (МСФО) млн долл.	Совкомфлот (Ba1/BB+/BB)		
	1п. 2015	1п. 2016	Изм. %
Выручка	750	680	-9,2
Операционный денежный поток	358	349	-2,5
EBITDA	393,5	385,8	-2,0
EBITDA margin	52,5%	56,7%	4,2 п.п.
Чистая прибыль	216,3	166,0	-23,3
margin	28,9%	24,4%	-4,5 п.п.
	2015	1п. 2016	Изм. %
Активы	6 702	6 626	-1,1
Денежные средства и эквиваленты	367	407	10,6
Долг	2 778	2 581	-7,1
краткосрочный	306	208	-32,0
долгосрочный	2 472	2 373	-4,0
Чистый долг	2 411	2 175	-9,8
Долг/EBITDA	3,7	3,5	
Чистый долг/EBITDA	3,2	3,0	

Источники: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка Совкомфлота снизилась на 9,8% до 2,175 млрд долл. в терминах чистого долга...

Компании также удалось улучшить структуру долга, краткосрочные риски на низком уровне...

Действующая судостроительная программа полностью обеспечена финансированием...

В июне Moody's повысило рейтинг Совкомфлота с Ваз до Ва1, отметив сильную вероятность господдержки в случае проблем...

7-летние евробонды Совкомфлот-23 торгуются на уровне YTM 4,66-4,79%, что представляет интерес...

Объем долга Совкомфлота с начала года уменьшился на 7,1% до 2,58 млрд долл., при этом денежные средства и депозиты увеличились на 10,6% до 407 млн долл. В результате, долговая нагрузка снизилась – метрике Чистый долг/ЕБИТДА составила 3,0х против 3,2х в 2015 г. Компании также удалось улучшить структуру долга: выпуск в июне 7-летних еврооблигаций с доходностью 5,375% годовых позволил привлечь 750 млн долл., из которых 659 млн долл. были направлены на выкуп более коротких евробондов с погашением в октябре 2017 г.

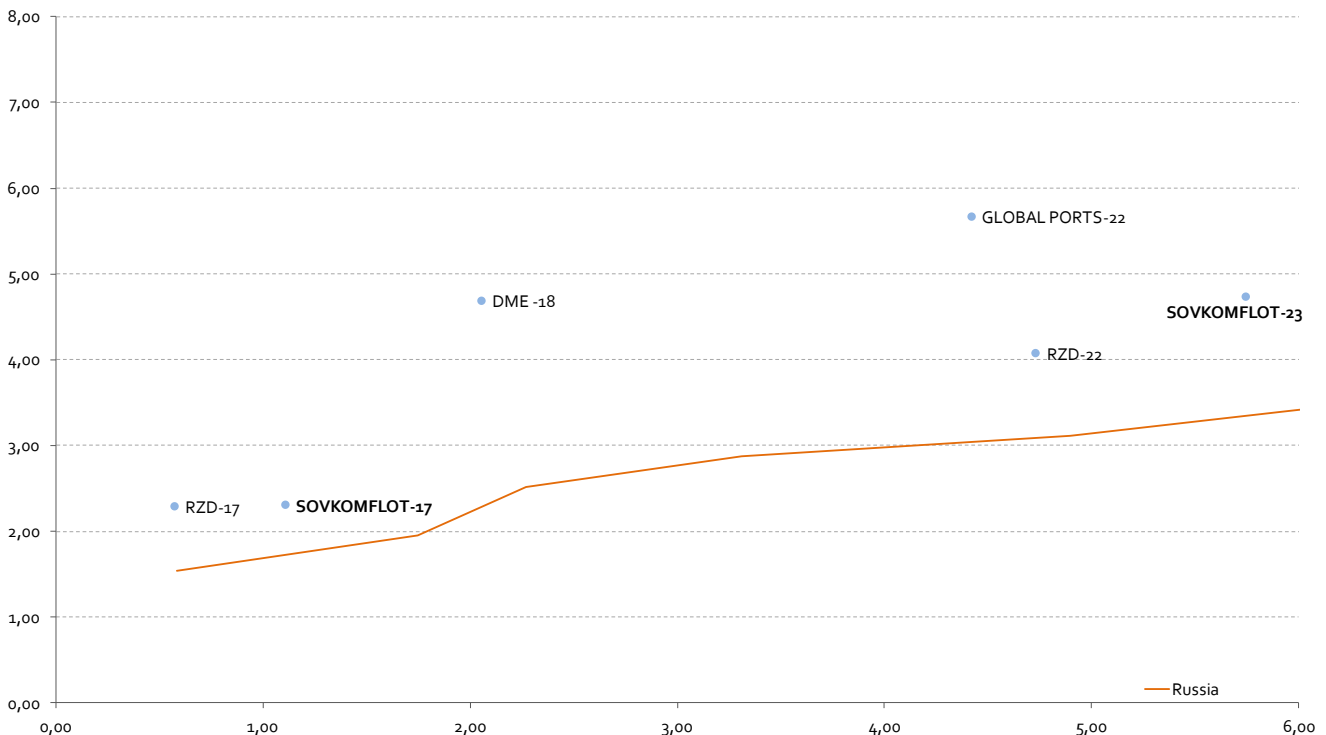
Успешное размещение еврооблигаций Совкомфлот-23, в ходе которого спрос инвесторов на бумаги превысил предложение более чем в два раза, стало основным мотивом для повышения рейтинга компании агентством Moody's с Ва2 до Ва1. На решение также положительно повлияло заключенное с банком ВТБ соглашение о проектном финансировании сроком до 13 лет на сумму 260 млн долл. С его учетом общая сумма привлеченного компанией внешнего финансирования в 1 пол. превысила 1 млрд долл. Согласно комментариям менеджмента, действующая судостроительная программа полностью обеспечена финансированием, в связи с чем мы ожидаем дальнейшего снижения уровня долговой нагрузки эмитента.

Благодаря сокращению краткосрочного долга на 32% до 208 млн долл. ликвидная позиция компании выглядит сильно. Его объем полностью покрывается запасом денежных средств даже с учетом запланированных дивидендных выплат по итогам 2015 г. в размере 92,9 млн долл.

На наш взгляд, несмотря на снижение финансовых результатов, вышедшая отчетность способна оказать некоторую поддержку облигациям эмитента благодаря позитивной динамике долговой нагрузки.

Компания не представлена на рынке рублевого долга, но на данный момент в обращении находятся 2 выпуска ее еврооблигаций. После июньского выкупа выпуск Совкомфлот-17 не обладает значительной ликвидностью (140 млн долл.), основной интерес представляют 7-летние бонды Совкомфлот-23, торгующиеся на уровне YTM 4,66-4,79%. Полагаем, что текущие спреды порядка 150 б.п. к суверенной кривой и 65 б.п. к РЖД-22 оставляют потенциал для их сужения на 15-20 б.п. в ближайшие месяцы.

Карта доходностей: Транспорт



Металлоинвест (Ва2/ВВ/ВВ): итоги 1 пол. 2016 г. по МСФО.

Металлоинвест отчитался за 1 пол. 2016 г. по МСФО – ключевые финансовые показатели ожидаемо снизились из-за неблагоприятной ценовой конъюнктуры, но компания постаралась компенсировать это ростом производственных результатов, наращивая экспортные поставки. Так, выручка в 1 пол. 2016 г. сократилась на 21% (г/г) до 1,93 млрд долл., показатель EBITDA – на 39% (г/г) до 533 млн долл., при этом EBITDA margin составил 27,6% («-8,2 п.п.» г/г). При этом выросло производство жел.руды и окатышей на 5%, ГБЖ – на 6%, чугуна – на 25%, стали – на 3,5%. Доля экспорта в выручке достигла 62% против 60% годом ранее. Горнодобывающий дивизион компании даже при слабых ценах на руду демонстрирует устойчивость показателя EBITDA. Долговая нагрузка по итогам 1 пол. 2016 г. выросла – метрика Чистый долг/EBITDA составила 3,3х против 2,5х в 2015 г. на фоне сокращения EBITDA. При этом компания в июле погасила евробонд Metalloinvest-16 номиналом 750 млн долл. и досрочно погасила часть задолженности по предэкспортному кредиту на 600 млн долл., решив вопрос рефинансирования долга до конца 2017 г. Доходность евробонда Metalloinvest-20 (YTM 4,1%/3,22 г.) находится на уровне бумаг эмитентов с рейтингом «ВВ», торгуясь на исторических минимумах по доходности, что уже ограничивает интерес его покупки, даже с учетом дефицита качественного предложения. В рублевых выпусках интерес могут представлять длинные бонды Metalloinvest серий БО-02 и БО-08 с доходностью в районе 10,07%-10,17% годовых в расчете на смягчение ДКП ЦБ.

Металлоинвест отчитался за 1 пол. 2016 г. по МСФО...

Выручка сократилась на 21% до 1,93 млрд долл., EBITDA – на 39% до 533 млрд долл., EBITDA margin составила 27,6%...

Снижение показателей было ожидаемо в условиях снижения ср. цен на железную руду и сталь в 1 пол. 2016 г...

Компания частично компенсировала ценовые потери ростом производственных показателей, увеличив экспортные поставки...

Комментарий. Вчера Metalloinvest отчитался за 1 пол. 2016 г. по МСФО. Выручка сократилась на 21% (г/г) до 1,93 млрд долл., показатель EBITDA – на 39% (г/г) до 533 млн долл., при этом EBITDA margin составил 27,6% («-8,2 п.п.» г/г).

В целом, снижение ключевых финансовых показателей Metalloinvest в условиях неблагоприятной ценовой конъюнктуры было ожидаемо. Так, ср. цен на железную руду и сталь в 1 пол. 2016 г. снизились более чем на 13% и 16% (г/г) соответственно. Компания постаралась компенсировать это ростом производственных результатов: выпуск железной руды и окатышей увеличился на 5% (г/г), ГБЖ – на 6% (г/г), чугуна – на 25% (г/г), стали – на 3,5% (г/г). Причем, рост производства окатышей стал возможен благодаря выходу на проектную мощность запущенной в 2015 г. Обжиговой машины №3 на МГОКе, выплавки чугуна и стали – за счет ввода в эксплуатацию доменной печи №4 и повышения загрузки МНЛЗ на Уральской Стали. Кроме того, Metalloinvest также пытался воспользоваться ослаблением курса рубля, нарастив экспортные поставки – доля в выручке в 1 пол. 2016 г. составила 62% против 60% годом ранее.

Стоит отметить, что Горнодобывающий дивизион компании даже при слабых ценах на руду демонстрирует относительную устойчивость показателя EBITDA – в 1 пол. 2016 г. 425 млн долл. против 482 млн долл. годом ранее.

В сравнении с отчитавшимися металлургами (Северсталь, НЛМК, ММК, Evraz) Metalloinvest демонстрирует сопоставимую динамику ключевых показателей, даже с учетом заметного вклада в бизнес горнорудного сегмента. В 2016 г. по-прежнему ожидаем сохранения ср.цен на железную руду в диапазоне 50-55 долл./т, а также нахождения ср.цен на сталь ниже на 5-7% уровня 2015 г., что будет оказывать умеренное давление на финансовые показатели металлургического сектора, при этом вклад эффекта девальвации рубля будет менее значительным.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Металлоинвест (Ва2/ВВ/ВВ)			Evraz (Ва2/ВВ/ВВ-)			НЛМК (Ва2/ВВВ-/ВВВ-)			Северсталь (Ва1/ВВВ-/ВВ+)			ММК (Ва1-/ВВ+)		
	1 пол. 2015	1 пол. 2016	Изм. %	1 пол. 2015	1 пол. 2016	Изм. %	1 пол. 2015	1 пол. 2016	Изм. %	1 пол. 2015	1 пол. 2016	Изм. %	1 пол. 2015	1 пол. 2016	Изм. %
Выручка	2 438	1 931	-20,8	4 894	3 543	-27,6	4 356	3 446	-20,9	3 337	2 677	-19,8	3 156	2 602	-17,6
Операционный денежный поток	633	401	-36,6	804	533	-33,7	868	740	-14,7	760	507	-33,3	524	495	-5,5
EBITDA	872	533	-38,9	932	577	-38,1	1 120	750	-33,0	1 171	799	-31,8	963	847	-12,0
EBITDA margin	35,8%	27,6%	-8,2 п.п.	19,0%	16,3%	-2,7 п.п.	25,7%	21,8%	-3,9 п.п.	35,1%	29,8%	-5,3 п.п.	30,5%	32,6%	2,1 п.п.
Чистая прибыль	517	428	-17,2	19	7	-63,2	482	243	-49,6	806	878	8,9	468	486	3,8
margin	21,2%	22,2%	1,0 п.п.	0,4%	0,2%	-0,2 п.п.	11,1%	7,0%	-4,1 п.п.	24,2%	32,8%	8,6 п.п.	14,8%	18,7%	3,9 п.п.
	2015	1 пол. 2016	Изм. %	2015	1 пол. 2016	Изм. %	2015	1 пол. 2016	Изм. %	2015	1 пол. 2016	Изм. %	2015	1 пол. 2016	Изм. %
Активы	6 619	8 378	26,6	9 119	9 104	-0,2	8 919	9 752	9,3	5 867	7 000	19,3	6 157	6 859	11,4
Денежные средства и эквиваленты	824	1 776	115,6	1 375	868	-36,9	1 515	1 554	2,6	1 647	2 066	25,4	723	880	21,7
Долг	4 387	5 357	22,1	6 347	6 099	-3,9	2 676	2 797	4,5	2 452	2 577	5,1	1 847	1 568	-15,1
краткосрочный	706	855	21,1	497	546	9,9	560	608	8,6	507	586	15,5	893	1 091	22,2
долгосрочный	3 681	4 502	22,3	5 850	5 553	-5,1	2 116	2 190	3,5	1 945	1 991	2,4	954	477	-50,0
Чистый долг	3 564	3 581	0,5	4 972	5 231	5,2	1 161	1 244	7,1	805	511	-36,5	1 124	688	-38,8
Долг/EBITDA	3,1	4,9		4,4	5,6		1,4	1,8		1,2	1,5		1,1	1,0	
Чистый долг/EBITDA	2,5	3,3		3,5	4,8		0,6	0,8		0,4	0,3		0,7	0,4	

Долговая нагрузка по итогам 1 пол. 2016 г. выросла – Чистый долг/ЕБИТДА составила 3,3х против 2,5х в 2015 г...

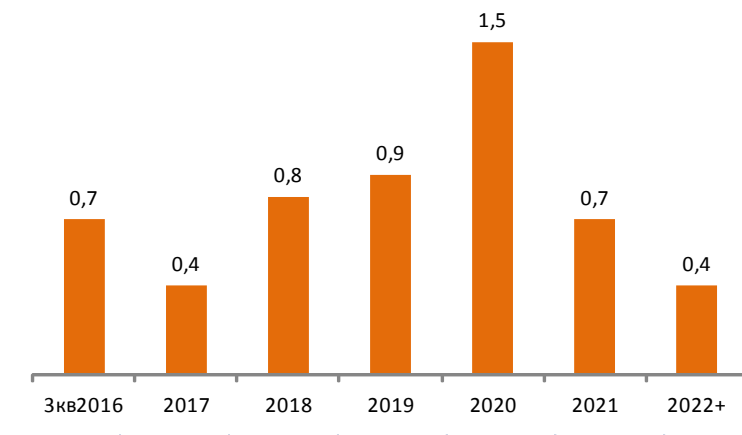
Уровень долга высокий, но риски краткосрочного рефинансирования низкие...

Компания решила вопрос рефинансирования долга до конца 2017 г...

Долговая нагрузка Metalloinvest по итогам 1 пол. 2016 г. выросла – метрика Чистый долг/ЕБИТДА составила 3,3х против 2,5х в 2015 г., главным образом из-за сокращения ЕБИТДА, хотя размер чистого долга в абсолютных цифрах практически не изменился, составив 3,58 млрд долл. В целом, долговая нагрузка компании высокая, но риски рефинансирования, на наш взгляд, низкие.

В июле компания погасила евробонд Metalloinvest-16 номиналом 750 млн долл. и досрочно погасила часть задолженности по предэкспортному кредиту на 600 млн долл., решив вопрос рефинансирования долга до конца 2017 г. Напомним, Metalloinvest заранее подготовился к крупным погашениям этого года, в том числе были размещены три выпуска рублевых облигаций общим объемом 20 млрд руб., а также привлечены два транша предэкспортного кредитования на 450 млн долл. сроком на 5 и 7 лет. По итогам 1 пол. 2016 г. на счетах и депозитах компании было порядка 1,78 млрд долл. Кроме того, у компании имелись невыбранные кредитные линии на 0,3 млрд долл.

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



Источники: данные компании, PSB Research

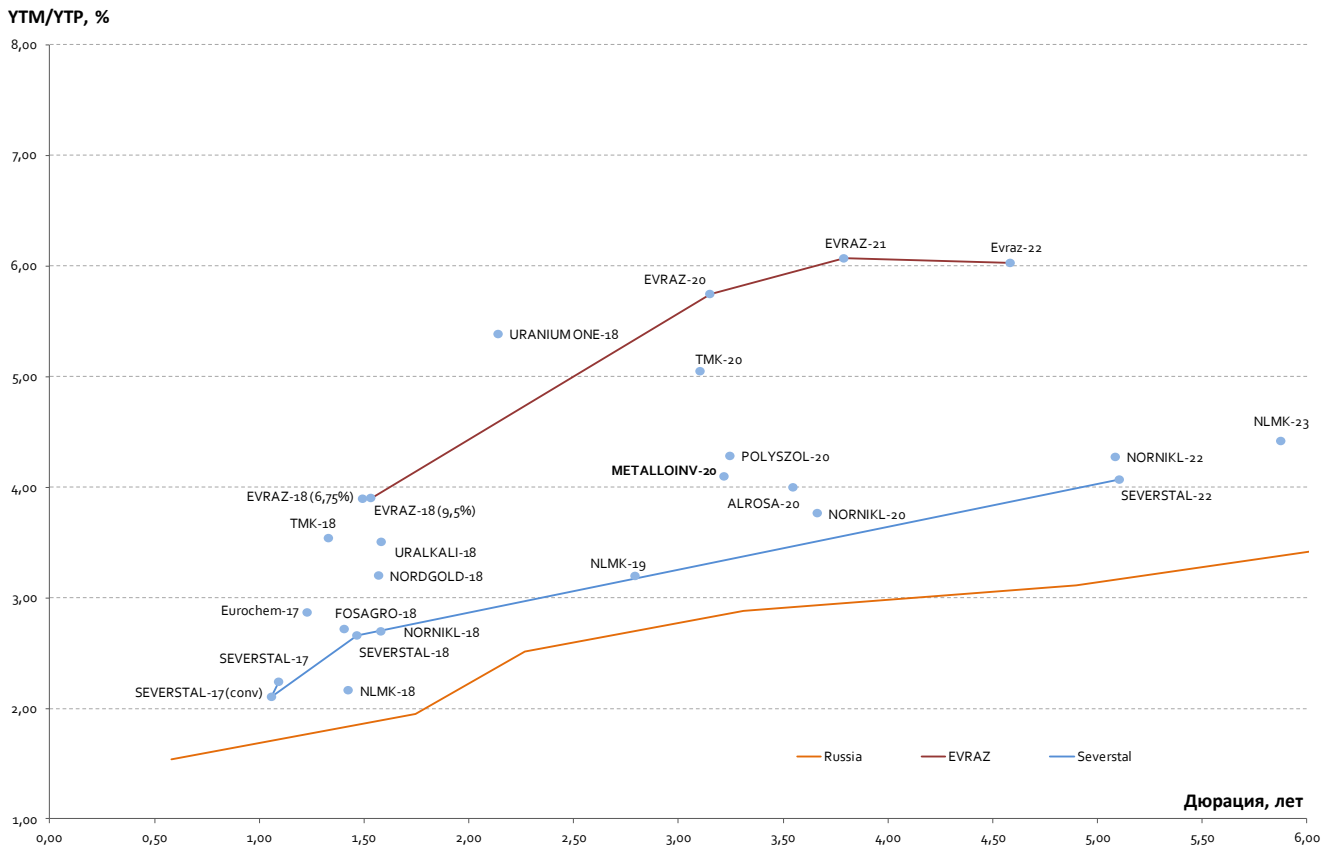
Доходность евробонда Metalloinvest-20 находится на исторических минимумах, ограничивая интерес для покупки...

Из рублевых бондов интересны длинные Metalloinvest БО-02 и БО-08 с доходностью 10,07%-10,17% годовых...

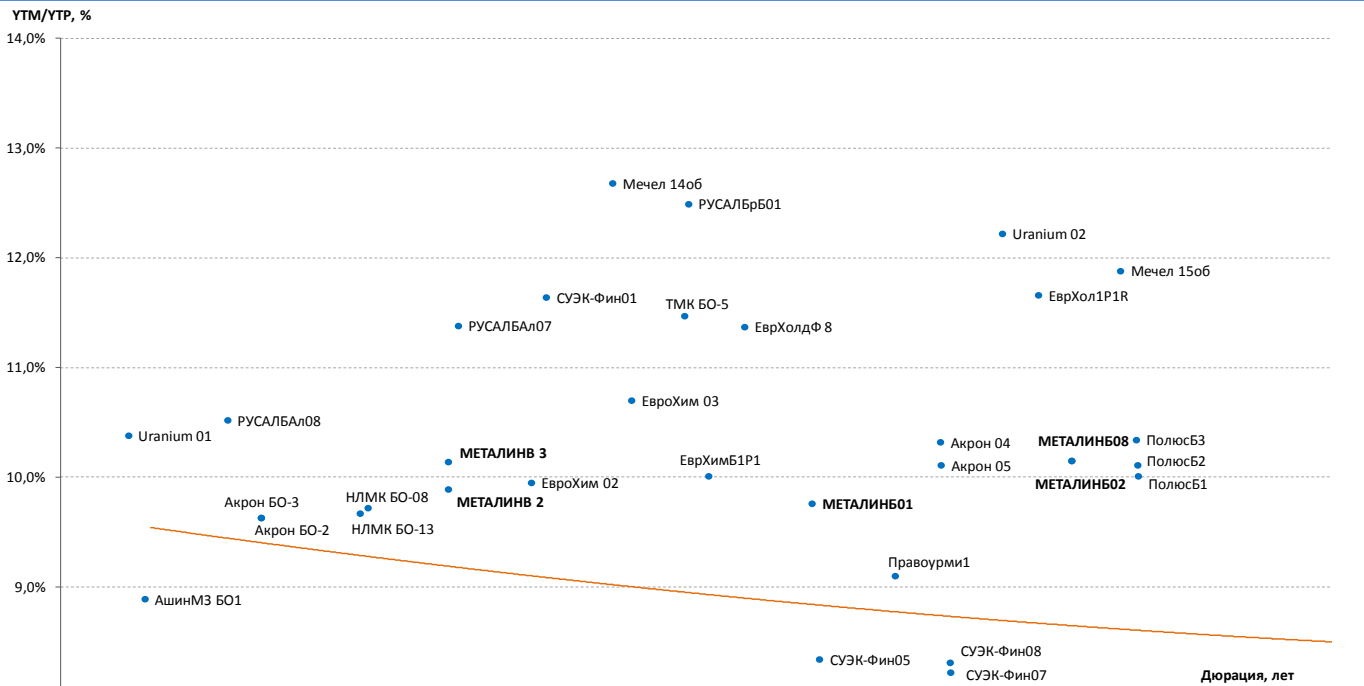
Доходность евробонда Metalloinvest-20 (YTM 4,1%/3,22 г.) находится на уровне бумаг эмитентов с рейтингом «ВВ», в частности выпуск Alrosa-20 (YTM 4,0%/3,55 г.). При этом Metalloinvest-20 торгуясь на исторических минимумах по доходности, что уже ограничивает интерес его покупки, даже с учетом дефицита качественного предложения и погашения Metalloinvest-16.

В рублевых выпусках интерес могут представлять длинные бонды Metalloinvest серий БО-02 и БО-08 с доходностью в районе 10,07%-10,17% годовых в расчете на смягчение ДКП ЦБ.

Доходности еврооблигаций российских эмитентов



Доходности облигаций российских эмитентов: металлургия, горнодобывающий сектор, химия



Александр Полютков

**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

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
----------------------------	------------------------	-----------------------------------

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 Сibaев	FICC	
Пётр Федосенко	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Михаил Маркин	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков		
Павел Демещик	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135
Александр Орехов	Акции	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами Fixed Income	+7 (495) 705-97-57
Филипп Агрacheв		
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 Римаи		
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.