



2 июня 2020 г.

Рынок корпоративных облигаций

Polyus: вспышка COVID-19 на Олимпиаде пока не корректирует планы

Результаты оцениваем нейтрально – долговая нагрузка продолжила снижение

Крупнейший российский производитель золота Polyus (BB/Ba1/BV) опубликовал финансовые результаты за 1 кв. 2020 г. по МСФО, которые мы оцениваем нейтрально. Несмотря на падение выручки и EBITDA относительно рекордно высоких показателей 4 кв. (что связано с временными техническими факторами, подробнее см. ниже), долговая нагрузка продолжила снижаться до 0,96x благодаря сокращению долга и росту EBITDA г./г.

Объемы продаж просели из-за временной задержки аффинажа, что привело к падению выручки

Объемы реализации просели на 39% кв./кв., в первую очередь, из-за меньших объемов аффинированного золота в наличии, что в следующем квартале будет восполнено. Так, производство золота доре снизилось лишь на 8% кв./кв. (из-за сезонного прекращения добычи на россыпях), и эти объемы в слитках доре еще не успели пройти аффинаж. Дополнительное негативное влияние на результат 1 кв. оказало снижение продаж флотоконцентрата до 11 тыс. унций против 172 тыс. унций в 4 кв., кроме того, сурьмянистый флотоконцентрат в 1 кв. не реализовывался. В результате даже на фоне роста цен на золото на 7% кв./кв., выручка сократилась на 32% кв./кв.

ТСС, несмотря на ослабление рубля, выросли из-за снижения золота в руде на Олимпиаде, сокращения продаж флотоконцентрата и сурьмы

Общие денежные издержки (ТСС) в 1 кв. повысились на 16% кв./кв. до 394 долл./унция, несмотря на ослабление рубля и сезонное прекращение дорогостоящей добычи на россыпях. Наибольшее повышение ТСС произошло на ключевом активе – Олимпиаде из-за временного снижения содержания золота в руде (до 3,2 г/т с 3,88 г/т кв. ранее) и сокращения в продажах доли флотоконцентрата, у которого издержки ниже, а также отсутствия продаж попутного сурьмянистого флотоконцентрата (которые в 4 кв., по сути, снижали общие издержки на 15 долл./унцию). В итоге показатель EBITDA просел на 33% кв./кв., рентабельность по EBITDA – на 1,1 п.п. до 67,5%. По итогам 1 кв. компания получила чистый убыток в размере 389 млн долл. из-за неденежных статей – переоценки деривативов (-534 млн долл.) и курсовых разниц (-339 млн долл.).

Несмотря на вспышку COVID-19 на Олимпиаде, компания пока сохраняет годовой план производства

В связи со вспышкой COVID-19 в мае на Олимпиаде компания, по данным менеджмента, испытывает недостаток рабочей силы, кроме того, был сокращен объем вскрышных работ, что может повлечь снижение производства. При этом производственный план на этот год пока сохраняется в том же объеме, поскольку компания надеется сократить отставание во 2П 2020 г., а также среди прочих вариантов рассматривает использование уже накопленных запасов со средним и низким содержанием золота. В 2020 г. в планах

реализовать 70 тыс. т сурьмянистого флотоконцентрата (за апрель-май реализовано 15 тыс. т) с содержанием 15 тыс. т сурьмы (на уровне производства 2019 г.). На 2020 г. компания сохраняет прогноз по ТСС в диапазоне 400-450 долл./унция, однако это без учета заявленных разовых расходов в связи с COVID-19 в объеме 60 млн долл., включающих оплату карантинного времени, удлиненных вахт, медоборудования и пр.

	1 кв. 2020	4 кв. 2019	кв./кв.	1 кв. 2020	1 кв. 2019	г./г.
Выручка	872	1 287	-32%	872	751	+16%
EBITDA	589	883	-33%	589	488	+21%
Рентабельность по EBITDA	67,5%	68,6%	-1,1 п.п.	67,5%	65,0%	+2,5 п.п.
Чистая прибыль/убыток	-389	697	-	-389	528	-
Операционный поток	544	682	-20%	544	438	+24%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-202	-194	+4%	-202	-170	+19%
Капвложения	-213	-234	-9%	-213	-181	+18%
Финансовый поток	-235	-231	+2%	-235	391	-
В млн долл., если не указано иное						
	31 марта 2020			31 дек. 2019		
Совокупный долг, в т.ч.	4 561			5 086		
Краткосрочный долг	881			704		
Долгосрочный долг	3 680			4 382		
Чистый долг	2 683			3 285		
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,96x			1,23x		

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Капвложения подтверждены на уровне 700-750 млн долл., но из-за COVID-19 компания отмечает задержки в реализации проектов

Операционный денежный поток в 1 кв. сократился лишь на 20% кв./кв. до 544 млн долл. благодаря высвобождению 38 млн долл. из оборотного капитала против инвестиций в объеме 73 млн долл. в предыдущем кв. Капвложения за кв. составили 213 млн долл., годовой план пока остался неизменным – 700-750 млн долл. Напомним, в него вошли такие новые проекты как расширение Вернинской ЗИФ до 3,5 млн т/год, расшивку узких мест на Наталкинской ЗИФ, повышение бюджета на разведку на ключевых активах и на IT. Однако по данным менеджмента, ограничения из-за COVID-19 привели к задержкам поставок ключевого оборудования, снижению разведочного бурения, ремонтных работ и строительства.

Долговая нагрузка не превысит 1,0x

По итогам 1 кв. на счетах компании накоплено 1,8 млрд долл., которые частично были направлены на погашение евробонда (в обращении оставалось 677,5 млн долл.) после отчетной даты, также был досрочно погашен PGILLN 21 conv. (186 млн долл. конвертированы в акции), что снизит размер долга, а с ростом операционной прибыли (восстановление объемов продаж и продолжающееся ралли цен на золото, +8% к ценам 1 кв.) приведет к дальнейшему снижению Чистый долг/EBITDA (которое и так невысоко). Тем не менее, еще пока не выплачены дивиденды за 2П 2019 г. в объеме 462 млн долл., выплата которых, по нашим оценкам, не повысит долговую нагрузку выше 1,0x.

Ввиду благоприятных перспектив на рынке золота бонды PGILLN 22 (YTM 2,12%), PGILLN 23 (YTM 2,38%) и PGILLN 24 (YTM 2,58%) выглядят более интересными в отличие от бумаг GMKNRM 22, 23, 24 и METINR 24, предлагающих такую же доходность. Инвесторам с более высоким аппетитом к риску можно также рассмотреть POGLN 22 с YTM 6,1%.

Ирина Ализаровская

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru



Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Самоизоляция стоила ритейлу четверти продаж	27.05.2020
Промышленность в апреле: нерабочие дни прошли "по касательной"	22.05.2020
Импорт и экспорт ушли «на карантин»	21.05.2020
Третий пакет поддержки: выплаты населению и налоговые каникулы	12.05.2020
Опрос ФОМ: доходы падают, но инфляционные ожидания стабильны	07.05.2020
Взлет розничных продаж в марте: люди делают запасы и «заедают» стресс	28.04.2020
Доходы населения снизились, но пока не отражают масштаба проблем	27.04.2020
Промышленность пока не сдалась под натиском карантина	23.04.2020

Инфляция

Ограничительные меры распространяются и на инфляцию	08.05.2020
Инфляция остается «на карантине», падение цен на нефть не повлияет на стоимость бензина	23.04.2020

Монетарная политика ЦБ

ЦБ готов к агрессивному смягчению	25.05.2020
ЦБ РФ снизил ставку, намекнув на продолжение смягчения	27.04.2020

Бюджетная политика

Средства от сделки по Сбербанку спасли бюджет от дефицита в апреле	19.05.2020
--	------------

Рынок облигаций

Нерезиденты и покупают, и не покупают	14.05.2020
Аукционы: ЦБ продолжает подстегивать спрос на ОФЗ	13.05.2020
Аукционы: "голубиные" высказывания главы ЦБ РФ поспособствуют большому спросу	29.04.2020
Обесценение нефти не мешает спросу на ОФЗ: участники увидели огромный потенциал для снижения ключевой ставки?	23.04.2020

Валютный рынок

Платежный баланс: падение выплаты дивидендов удержало сальдо в плюсе	18.05.2020
Интервенции обеспечивают стабильный рубль лишь при условии подавленного импорта	15.05.2020
Платежный баланс: данные за 1 кв. не успели отразить негатив	14.04.2020

Денежный рынок

Месячное РЕПО от ЦБ РФ пока не конкурентно	26.05.2020
Отток ликвидности продолжает давить на RUONIA	24.04.2020

Банковский сектор

Отток валюты и усиление дефицита рублевой ликвидности	27.04.2020
---	------------



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список покрываемых эмитентов

Для перехода к последнему кредитному комментарию по эмитенту необходимо нажать курсором на его название

Нефтегазовая отрасль

Газпром	Новатэк
Газпром нефть	Роснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Русал
ПМХ/Кокс	Северсталь
Металлоинвест	ТМК
ММК	Polyus
НЛМК	

Телекоммуникации и медиа

VEON	МТС
Мегафон	Ростелеком

Химическая промышленность

ЕвроХим	Уралкалий
СИБУР	ФосАгро

Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Транспорт

Совкомфлот	Global Ports
------------	--------------

Прочие

АФК Система



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

АО «Райффайзенбанк»

Адрес	119121, Смоленская-Сенная площадь, 28
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Анастасия Байкова	research@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай		(+7 495) 221 9843
Станислав Мурашов		(+7 495) 221 9845
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Сергей Гарамита		(+7 495) 721 9900 доб. 1836
Егор Макеев		(+7 495) 221 9851
Михаил Солодов		(+7 495) 221 9852

Продажи

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Вероника Чистотинова		(+7 495) 721 9971
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

Торговые операции

Карина Клевенкова	(+7 495) 721 9983
Илья Жила	(+7 495) 221 9847

Рынки долгового капитала

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Артем Суняев		(+7 495) 721 9900 доб. 5435

Рынки акционерного капитала

Артем Клецкин	(+7 495) 721 9900 доб. 5786
Сергей Фомичев	(+7 495) 721 9900 доб. 5705
Кирилл Чудновец	(+7 495) 721 9900 доб. 5716
Павел Еремеев	(+7 495) 721 9900 доб. 5793



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк», основаны на информации, полученной из открытых источников, которые рассматриваются АО «Райффайзенбанк» как надежные. АО «Райффайзенбанк» не имеет возможности провести должную проверку такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность предоставленной информации. При принятии инвестиционных решений инвесторы должны провести собственный анализ финансового положения эмитента, процентных ставок, доходности и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты и при необходимости воспользоваться услугами финансовых, юридических и иных консультантов. Мнения, выраженные в аналитических материалах, могут отличаться или противоречить мнениям, представленным другими подразделениями АО «Райффайзенбанк», вследствие использования различных допущений и критериев. Контактные данные лиц, участвовавших в подготовке аналитических материалов, содержатся в соответствующих материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк».

Выпуск и распространение аналитических материалов в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом, и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, опубликованная в данном источнике, необходимо соблюдать соответствующие ограничения. Информация о финансовых инструментах, содержащаяся в аналитических материалах, а также на сайте АО «Райффайзенбанк», может быть предназначена для квалифицированных инвесторов. В случае если Вы являетесь представителем, сотрудником или действуете от имени и (или) в интересах Инвестиционной фирмы (как данный термин определен в Директиве 2014/65/EC (Directive 2014/65/EU)¹, учрежденной на территории Европейского Союза, ознакомление с аналитическими материалами АО «Райффайзенбанк», в том числе размещенными на сайте АО «Райффайзенбанк», возможно исключительно на возмездной основе и при условии заключения с АО «Райффайзенбанк» соответствующего соглашения, за исключением случаев ознакомительного использования материалов на некоммерческой основе. Путем ознакомления с аналитическими материалами в отсутствие заключенного с АО «Райффайзенбанк» соглашения или предложения о его заключении, Вы подтверждаете неприменение требований Директивы 2014/65/EC (Directive 2014/65/EU) и отсутствие статуса Инвестиционной фирмы. В дополнение к вышеизложенному, положения об ограничении ответственности, размещенные по адресу <https://www.raiffeisenresearch.com/en/web/portal/disclaimer?sessionId=XgiCnWE3tsXLrVnCC6c2YWt>, в сети Интернет распространяются на аналитические материалы, в том числе опубликованные на сайте АО «Райффайзенбанк», в части, не противоречащей настоящим положениям, а также положениям применимого законодательства.

Стоимость инвестиций может как снижаться, так и повышаться, и инвестор может потерять первоначально инвестированную сумму. Доходность ценных бумаг и других финансовых инструментов в прошлом не гарантирует доходности в будущем. Инвестиции в различные финансовые инструменты могут быть подвержены различного рода рискам, которые описаны в соответствующих декларациях, обязательных к ознакомлению лицами, принявшими решение об инвестировании.

АО «Райффайзенбанк» может предоставлять или предоставляло инвестиционно-банковские услуги, услуги на рынках капитала, консультационные услуги, услуги управления активами и/или иные финансовые и/или банковские услуги эмитентам, финансовые инструменты которых могут упоминаться в аналитических материалах. При этом АО «Райффайзенбанк» придерживается строгих правил и политик, регулирующих недопущение конфликта интересов, во избежание причинения ущерба интересам клиентов.

Материалы и сведения, предоставленные АО «Райффайзенбанк», носят исключительно информационный характер, предназначены для лиц, которые вправе получать такие материалы и сведения, и не должны рассматриваться как заверение об обстоятельствах, имеющих значение для заключения, исполнения или прекращения какой-либо сделки. Аналитические материалы, предоставленные АО «Райффайзенбанк» также не должны рассматриваться как обязательство заключить сделку, реклама, оферта, приглашение или побуждение сделать оферту, просьба купить или продать финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность, если иное прямо не предусмотрено в соответствующем материале. Обращаем Ваше внимание на то, что информация, опубликованная в данном источнике, может изменяться без предварительного уведомления. АО «Райффайзенбанк» не берет на себя обязательство по обновлению соответствующей информации для поддержания её актуальности.

Все права на представленную информацию принадлежат АО «Райффайзенбанк». Данная информация не предназначена для распространения неограниченному кругу лиц и не может воспроизводиться, передаваться или распространяться без предварительного письменного разрешения АО «Райффайзенбанк».

¹ Требования Директивы 2014/65/EC об осуществлении платежей за получение аналитических материалов подлежат применению, начиная с 3 января 2018 г.