



11 марта 2016 г.

## Мировые рынки

### Действия ЕЦБ усложнили задачу FOMC

По итогам заседания ЕЦБ было принято неожиданное решение понизить ключевую ставку на 5 б.п. до нуля, снизить ставку по депозитам на 10 б.п. до -0,4%, а также расширить программу выкупа активов с рынка (в которую помимо госбондов и субфедеральных облигаций теперь включили и корпоративные облигации эмитентов с рейтингом, не ниже инвестиционного уровня) на 20 млрд евро до 80 млрд евро в месяц, при этом, по словам М. Драги, сама программа продлится как минимум до конца марта 2017 г. Кроме того, начиная с июня, ЕЦБ намерен предоставить банкам еврозоны 4 транша кредитов в рамках программы целевого долгосрочного кредитования (TLTRO) сроком на 4 года, ставка будет определяться, исходя из ставки депозита ЕЦБ (то есть ЕЦБ будет доплачивать банкам за то, что они взяли у него деньги). Расширение программы количественного смягчения стало следствием ухудшения экономических условий: прогноз по росту ВВП в 2016 г. был пересмотрен с 1,7% до 1,4%, прогноз по инфляции на 2016 г. был понижен с 1% до 0,1%. Столь неожиданное и смелое решение ЕЦБ вызвало всплеск аппетита на рискованные активы (нефть Brent подорожала до 41 долл./барр., при этом доходность 10-летних UST поднялась 9 б.п. до УТМ 1,95%), однако ослабление евро было сдержано последующим заявлением М. Драги о том, что дальнейшее снижение ставок в отрицательную зону не планируется. Решение ЕЦБ ставит FOMC, который состоится на следующей неделе, в непростые условия: повышение ключевой долларовой ставки и/или формирование ожиданий по ужесточению монетарной политики (=повышение ставки более чем на 25 б.п. в текущем году) поддержит укрепление доллара к основным валютам, что может оказать негативное влияние на экспорт и занятость в обрабатывающей промышленности, а также может привести к замедлению инфляции за счет снижения цен на импортные товары. Отметим, что фьючерсы предполагают почти нулевую вероятность повышения ставки в марте и лишь 25% вероятность того, что ставка будет повышена более чем на 25 б.п. в 2016 г.

## Экономика

### При текущем курсе рубля падение импорта м./м. может скоро прекратиться

Согласно данным ФТС, объемы импорта (в долларовом выражении) из дальнего зарубежья в феврале 2016 г. составили около 11 млрд долл. Темпы падения г./г. незначительно замедлились по сравнению с январем 2016 г. (16,8% против 17,9%). По нашим оценкам, с исключением сезонности в феврале произошел умеренный рост импорта относительно января 2016 г. Динамика импорта в целом за январь-февраль говорит о продолжении его падения, но намного более низкими темпами, чем в 2015 г. (-17,1% г./г. против -37% г./г.). Вместе с тем необходимо отметить, что в начале 2016 г. курс рубля находился у отметки 80 руб./долл., а сейчас колеблется ближе к 70 руб./долл. На наш взгляд, если курс останется на текущих уровнях, то в ближайшие месяцы падение импорта м./м с исключением сезонности прекратится, а темпы падения г./г. продолжат уменьшаться. Это негативно для рубля, так как, по нашим оценкам, при цене на нефть 40 долл./барр. объемы экспорта в 2016 г. по сравнению с 2015 г. сократятся на 50 млрд долл. Чтобы полностью компенсировать это падение, объемы импорта за год должны упасть на 25%, в противном случае сальдо торгового баланса продолжит сжиматься.

## Рынок корпоративных облигаций

### X5: еще одна интересная возможность получить широкий спред к ОФЗ

Вчера в маркетинге появился 2,5-летний выпуск БО-5 X5 (BB-/Ba3/BB) номиналом 5 млрд руб. с ориентиром по ставке купона 11-11,2% годовых, что соответствует УТР 11,3-11,51% и премии 205-226 б.п. к кривой ОФЗ. Для сравнения, находящиеся в обращении бумаги Магнит 1P02 с рейтингом эмитента BB+ от S&P котируются с УТМ 11,02% @ февраль 2018 г. (=ОФЗ + 177 б.п.). Недавнее размещение 2-летних облигаций Тойота Банка вызвало большой интерес. В целом текущие доходности находящихся в обращении облигаций эмитентов с рейтингом не ниже BB- сложились около 11% годовых, то есть на уровне текущей о/п ставки денежного рынка (RUONIA), что отражает высокие ожидания по ее снижению в среднесрочной перспективе. Мы разделяем эти ожидания, считая, что RUONIA опустится до депозитной ставки ЦБ РФ уже в первой половине года в результате увеличения избыточной ликвидности у банков вследствие бюджетного дефицита, которая не может быть полностью абсорбирована ЦБ РФ за счет урезания лимитов по рублевому рефинансированию. По нашему мнению, в настоящий момент интерес инвестирования в корпоративные облигации обусловлен избыточно широким спредом к кривой ОФЗ (170 б.п. по бумагам эмитентов с рейтингом не ниже BB-): даже если ключевая ставка не будет снижена, положительное сагу обеспечит естественное снижение RUONIA к депозитной ставке ЦБ.

**Polyus Gold:** под бременем долга акционера. См. стр. 2

## Polyus Gold: под бременем долга акционера

### Сильные результаты за 2П 2015 г.

Крупнейший российский производитель золота Polyus Gold (BB-/-/BB-) опубликовал сильные финансовые результаты за 2П 2015 г. по МСФО, поддержку которым, несмотря на более выраженное чем ранее снижение цен (-7% п./п.), продолжила девальвация рубля (12% п./п.), а также наращивание объемов продаж (+21% п./п.). Программа компании по защите цен (форвардные контракты и серия опционов) позволила снизить падение цен до -5% п./п. В итоге рентабельность осталась на уровне 1П 2015 г. - 58%.

### Сегодня объявлен обратный выкуп акций на 3,5 млрд долл., что приведет к росту долговой нагрузки до 3,0х по итогам 1П 2016 г.

Долговая нагрузка по итогам 2П 2015 г. снизилась еще больше - до 0,1х Чистый долг/ЕБИТДА, при этом новый долг (+25% п./п.) осел на счетах компании в виде денежных средств и эквивалентов, тем самым увеличив "подушку" ликвидности до 2 млрд долл. с 1,3 млрд долл. Кредит от Сбербанка на 2,5 млрд долл. на ПАО "Полюс Золото" для обратного выкупа акций у акционера (см. наш комментарий "Полюс Золото: акционер может начать переводить свой долг на компанию"), мы полагаем, будет отражен в консолидированной отчетности за 1П 2016 г. Сегодня компания объявила об обратном выкупе акций на общую сумму 255,3 млрд руб., или ~3,5 млрд долл., что приблизит долговую нагрузку компании, по нашим расчетам, вплотную к 3,0х Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 1П 2016 г. Мы по-прежнему отмечаем риск перевода других долгов акционера на компанию, с учетом которых долговая нагрузка может вырасти выше 5,0х.

### Ключевые финансовые показатели Polyus Gold

В млн долл., если не указано иное	2П 2015	1П 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	1 170	1 019	+15%	2 189	2 239	-2%
ЕБИТДА	679	589	+15%	1 268	1 011	+25%
Рентабельность по ЕБИТДА	58,0%	57,8%	+0,2 п.п.	57,9%	45,2%	+12,7 п.п.
Чистая прибыль/убыток	536	583	-8%	1 119	-182	-
Операционный поток	561	515	+9%	1 076	866	+24%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-369	-118	+3,1x	-487	-774	-37%
Капвложения	227	100	+2,3x	327	570	-43%
Финансовый поток	559	-290	-	269	393	-32%
В млн долл., если не указано иное	31 дек. 2015			30 июня 2015		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	2 185			1 752		+25%
Краткосрочный долг	38			38		0%
Долгосрочный долг	2 147			1 714		+25%
Чистый долг	146			375		-61%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	0,1x			0,3x		-

\*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Выручка выросла за счет объемов продаж

Выручка во 2П выросла на 15% п./п. за счет увеличения объемов реализации на 21% п./п. до 969 тыс. унций при снижении цен реализации компании в целом на 5% п./п. до 1 192 долл./унция. Рентабельность во 2П осталась на том же уровне, что и в первой половине 2015 г., поскольку падение цен на золото было компенсировано девальвационным эффектом, а также в некоторой степени экономией на масштабе за счет наращивания продаж. Денежная себестоимость (cash-cost) на унцию реализованного золота снизилась на 5% п./п. до 414 долл./унция. На основных добывающих активах компании - Олимпиада (43% в объемах продаж) и Благодатное (24%) - с cash-cost (во 2П 2015 г., наша оценка) 403 долл./унция и 338 долл./унция, соответственно, издержки снизились на 6% и 4% п./п. Наиболее всего они упали на месторождения Вернинское и Куранах (9% и 8% в продажах) - на 19% п./п. до 372 долл./унция и 13% до 556 долл./унция, соответственно.

### Рентабельность осталась на прежнем уровне - падение цен было компенсировано девальвацией рубля

Чистый операционный денежный поток во 2П 2015 г. вырос на 9% п./п. до 561 млн долл., из оборотного капитала было высвобождено 29 млн долл. (12 млн долл. в 1П 2015 г.) за счет снижения запасов. Как и ожидалось менеджментом, капвложения за 2П выросли более чем вдвое до 227 млн долл. и были направлены, в том числе и на Наталкинский проект (сарех

**Капзатраты 2016 г. существенно превысят низкий уровень 2015 г.**

вырос с 38 до 73 млн долл). Компания прогнозирует, что капзатраты в 2016 г. существенно превысят низкий уровень 2015 г. (327 млн долл.), однако не будет выше, чем в прошлые годы, на которые приходился инвестиционный пик (1,3 млрд долл. в 2013 г., 713 млн долл. в 2012 г.). Ключевыми проектами станут плановая модернизация горнодобывающей техники и оборудования, расширение фабрик №1, №4, проекты кучного выщелачивания на Благодатном и Куранах. При этом компания дает достаточно консервативный прогноз по объемам производства на 2016 г.: 1,76-1,80 млн унций (т.е. максимум +2% г./г.), ожидая более динамичного роста в 2017 г.

**Мы ожидаем роста показателей и долговой нагрузки**

По нашим оценкам, результаты 1П 2016 г. могут превысить показатели 2П 2015 г. как за счет роста цен на золото (в среднем пока на 4% п./п., с начала года - на 18%), так и девальвации рубля (пока относительно среднего курса 2П 2015 г. она составляет 19%) при условии, что не произойдет существенного укрепления российской валюты. Давление на рентабельность окажет инфляция издержек, которая закладывается компанией на уровне 12%. Долговая нагрузка, по нашим расчетам, вырастет с 0,1х до 3,0х Чистый долг/EBITDA.

В настоящий момент бонды PGILLN 20 котируются с YTM 6,1%, что мы считаем низким уровнем с учетом рейтинга категории BB- и предстоящего существенного роста долговой нагрузки, предлагая премию лишь 50 б.п. к ALSRU 20, которая должна быть, на наш взгляд, не менее 75 б.п. (примерно с таким же спредом котируется евробонд METINR 20).

**Ирина Ализаровская**

irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru  
+7 495 721 9900 (8674)

**Денис Порывай**

denis.poryvay@raiffeisen.ru  
+7 495 221 9843



## Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

### Экономические индикаторы

Макростатистика ноября: позитивных сюрпризов немного

Улучшения в промышленности пока неустойчивы

### Монетарная политика ЦБ

ЦБ демонстрирует последовательность решений

Новый проект «Основных направлений денежно-кредитной политики»

Заседание по ставке в октябре: ЦБ проявил стойкость

### Валютный рынок

Отток капитала продолжается, несмотря на рефинансирование компаниями внешнего долга за рубежом

Банки предпочли не брать дорогое годовое валютное РЕПО

Дилемма расходования Резервного фонда: когда ожидать снижения валютных резервов?

### Рынок облигаций

Стабилизация рубля способствует спросу на госбумаги: инвесторы не теряют веру в снижение ставки

Размещение инфляционных бумаг прошло без былого ажиотажа

### Инфляция

Новые недельные данные по инфляции оказались не слишком обнадеживающими

Санкции против Турции уже сказываются на ценах — аргумент против снижения ключевой ставки

Инфляция в ноябре: позитивная динамика еще недостаточно стабильна для снижения ставки

### Ликвидность

Проблема ограниченности лимитов у менее крупных банков удерживает ставки МБК от снижения

Декабрьский всплеск бюджетных поступлений по-прежнему реален?

ЦБ не исключает продаж валюты из резервов для абсорбирования излишков рублевых средств

### Бюджет и долговая политика

При сохранении текущей цены на нефть и курса рубля бюджет может потерять порядка 2% ВВП доходов

Минфин не намерен повышать налоги как минимум до 2018 г., пойдет на сокращение расходов

Проблема финансирования дефицита: Резервный фонд или новый секвестр?

### Банковский сектор

В преддверии декабрьского пика погашений произошел заметный отток валюты

Введение нового норматива LCR: последствия для рынка и банковской системы



# #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

Башнефть	Новатэк
Газпром	Роснефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

### Металлургия и горнодобывающая отрасль

АЛРОСА	Норильский Никель
Евраз	Распадская
Кокс	Русал
Металлоинвест	Северсталь
ММК	ТМК
Мечел	Nordgold
НЛМК	Polyus Gold

### Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

### Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

### Розничная торговля

X5	Лента
Магнит	О'Кей

### Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

### Транспорт

Совкомфлот

### Прочие

АФК Система

### Финансовые институты

АИЖК	ВТБ	МКБ	ТКС Банк
Альфа-Банк	Газпромбанк	ФК Открытие	ХКФ Банк
Банк Русский Стандарт	КБ Восточный Экспресс	Промсвязьбанк	
Банк Санкт-Петербург	КБ Ренессанс Капитал	Сбербанк	



# #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
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализоровская		(+7 495) 721 9900 доб. 8674
Сергей Либин		(+7 495) 221 9838
Андрей Полищук		(+7 495) 221 9849
Федор Корначев		(+7 495) 221 9851
Наталья Колупоева		(+7 495) 221 98 52
Константин Юминов		(+7 495) 221 9842

### Продажи

---

Антон Кеняйкин	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Александр Зайцев		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146
Карина Клевенкова		(+7 495) 721-9983
Илья Жила		(+7 495) 221 9843

---

### Начальник Управления инвестиционно-банковских операций

Олег Гордиенко		(+7 495) 721 2845
----------------	--	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Корнилов	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Александр Булгаков		(+7 495) 221 9848
Тимур Файзуллин		(+7 495) 221 9856
Михаил Шапедько		(+7 495) 221 9857
Елена Ганушевич		(+7 495) 721 9937

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень АО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются Райффайзенбанком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность, полноту и достоверность представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги и другие финансовые инструменты. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации. С более подробной информацией об ограничении ответственности Вы можете ознакомиться здесь.