



19 мая 2015 г.

Мировые рынки

Американские индексы акций ставят новые рекорды

Новостной фон вчера оказался ненасыщенным, однако это не помешало американскому рынку акций продолжить ценовой рост: индексы прибавили 0,3%, обновив очередной максимум. Это свидетельствует о низких ожиданиях скорого ужесточения денежно-кредитной политики ФРС. Рынок UST продемонстрировал высокую волатильность: в начале дня доходность 10-летних бумаг выросла до YTM 2,24%, а к концу дня - опустилась до YTM 2,18%. Негативная динамика котировок Brent (ниже 66 долл./барр.) привела к консолидации суверенных евробондов РФ.

Валютный и денежный рынок

ЦБ старается сдержать укрепление рубля

Вчера ЦБ отменил аукцион валютного РЕПО на 364 дня, сославшись на изменение конъюнктуры валютного рынка. Это решение не привело к повышенному спросу на 28-дневное РЕПО: из лимита 1,9 млрд долл. банки взяли всего 1,1 млрд долл. (@ 2,2% год.). Отметим, что дефицита валютной ликвидности на локальном рынке не наблюдается, о чем свидетельствует узкий спред между 1M MosPrime и FX swap (50-70 б.п.), т.е. стоимость валюты на междилерском рынке сейчас заметно ниже, чем у ЦБ. На этой неделе банкам необходимо погасить валютный долг перед ЦБ на 2,3 млрд долл. Учитывая отсутствие дефицита валюты, мы не исключаем, что задолженность перед ЦБ будет постепенно сокращаться. Своими действиями (повышение стоимости валютного фондирования, урезание лимитов по нему) ЦБ старается сдержать укрепление рубля, но пока этого достичь не удастся (так, вчера доллар обесценился еще на 1 руб., опустившись на какое-то время даже ниже отметки 49 руб.). Снижение цен на нефть сегодня на открытии валютных торгов не привело к ослаблению рубля. Как следствие, если укрепление рубля не остановится, регулятор, скорее всего, продолжит свои действия по сокращению избытка валютной ликвидности. Не исключено, что при значительном укреплении рубля ЦБ может нарастить лимит прямых покупок валюты на открытом рынке (как следует из пресс-релиза регулятора), что могло бы стать более эффективной мерой в отношении курса.

Поддержка ставок МБК со стороны бюджета может ослабнуть, фокус на госрефинансирование

По данным Минфина, дефицит федерального бюджета в апреле возрос до -303,8 млрд руб. Это около трети всего дефицита за январь-апрель 2015 г. (-995,8 млрд руб.). Обычно в этот период, наоборот, наблюдается некоторый федеральный профицит. Нужно отметить, что исполнение федерального бюджета является лишь частью совокупного бюджетного эффекта на рублевую ликвидность. Но и на уровне консолидированного бюджета наметились значительные перемены с точки зрения влияния на ставки. Так, после привычного нетто-оттока рублей на казначейские счета в январе-апреле (профицита консолидированного бюджета), сейчас в этот же период, по предварительной оценке, наблюдается приток около 100 млрд руб. Причина таких кардинальных различий - гораздо более равномерное и быстрое расходование бюджетных средств, что позволяет избежать излишнего оттока рублей в начале года (компенсируя налоги). Согласно данным об исполнении бюджета на федеральном уровне (который сейчас может служить индикатором общей ситуации) в январе-апреле 2015 г. израсходовано 36,4% годового плана. Такое расходование с опережением графика нетипично и обусловлено стремлением реализовать антикризисные программы. Как следствие, в дальнейшем бюджетный приток может значительно ослабнуть, оказывая давление на ставки. Компенсироваться ухудшением динамики доходов (в т.ч. из-за снижения ВВП и недавнего укрепления рубля), скорее всего, это будет лишь отчасти. Нетто-итогом, на наш взгляд, должно стать увеличение роли рублевых средств от ЦБ и Казначейства в формировании рыночной ставки. Даже учитывая риски для ставок со стороны бюджета и, отчасти, необходимости ограничений регулятором спекулятивных стратегий, мы полагаем, что ЦБ и в дальнейшем проявит готовность поддерживать спред между о/п ставкой МБК и ключевой ставкой ЦБ (12,5%) в пределах +100 б.п.

Рынок корпоративных облигаций

Polyus Gold: иностранная юрисдикция стала в тягость?

Согласно информации СМИ, компания Polyus Gold (BB+/-/BBB-) обратилась к держателям своих бондов согласиться на изменение ряда ковенантов, что позволило бы 1) сменить эмитента и/или головную компанию (головной компанией может снова стать ОАО "Полус Золото", владеющее операционными активами холдинга); 2) рассчитывать долговую нагрузку в терминах отношения Чистого Долга, а не общего долга к LTM EBITDA (сейчас Чистый и общий долг составляют 0,3x и 1,8x LTM EBITDA соответственно, что ниже ковенанты 3,5x). Мы оцениваем предлагаемое изменение ковенантов нейтральным для кредитного качества выпуска PGILLN 20 (YTM 6,3%), который выглядит справедливо оцененным, котируясь с минимальной премией к бумагам NLMKRU 19 (YTM 6,1%) и MOBTEL (YTM 6,05%).

Nordgold: позитивный эффект от переноса продаж и девальвации. См. стр. 2

Nordgold: позитивный эффект от переноса продаж и девальвации

Ожидается сильные результаты из-за переноса продаж 4 кв.

Nordgold (-/Ba3/BB-) опубликовал ожидаемо сильные финансовые результаты за 1 кв. 2015 г., поскольку, как сообщалось компанией ранее, в 1 кв. было аффилировано и реализовано золото, добытое в конце 2014 г., а также были проданы нереализованные в 4 кв. запасы по цене, более высокой, чем в 4 кв. Кроме того, поддержку результатам оказала продолжившаяся девальвация рубля. В итоге показатель EBITDA вырос вдвое, рентабельность по EBITDA достигла 53% (37,6% кварталом ранее). Заметный рост операционного потока привел к повышению свободного денежного потока до 120 млн долл. с 19 млн долл. кварталом ранее.

Запас денежных средств остается значительным

Более того, запас денежных средств у компании остается значительным (423 млн долл., включая краткосрочные депозиты), а краткосрочный долг минимален (12 млн долл.). В 2016 г. и 2017 г. компании предстоит погасить лишь 125 и 167 млн долл., соответственно. Ближайшее крупное погашение наступает не ранее чем в 2018 г. - 615 млн долл., из них 450 млн долл. - евробонд NORDLI 18. Долговая нагрузка за 1 кв. снизилась с 1,3х до 0,9х Чистый долг/EBITDA LTM.

Ключевые финансовые показатели Nordgold

в млн долл., если не указано иное	1 кв. 2015	4 кв. 2014	изм.	1 кв. 2015	1 кв. 2014	изм.
Выручка	355,6	254,3	+40%	355,6	274,9	+29%
EBITDA	189,7	95,6	+2,0х	189,7	103,5	+83%
Рентабельность по EBITDA	53,3%	37,6%	+15,7 п.п.	53,3%	37,6%	+15,7 п.п.
Чистая прибыль/убыток	88,5	-7,6	-	88,5	24,6	+3,6х
Операционный поток	157,7	56,0	+2,8х	157,7	49,8	+3,2х
Инвестиционный поток, в т.ч.	-36,1	-230,2	-6,4х	-36,1	-30,8	+17%
Капвложения	37,5	37,1	+1%	37,5	26,9	+39%
Финансовый поток	-9,3	-59,3	-6,4х	-9,3	14,5	-
в млн долл., если не указано иное	31 марта 2015			31 дек. 2014		изм.
Совокупный долг, в т.ч.	950,2			944,4		+1%
Краткосрочный долг	12,0			4,9		+2,4х
Долгосрочный долг	938,2			939,5		0%
Чистый долг	527,2			626,5		-16%
Чистый долг/EBITDA LTM*	0,9х			1,3х		-

*EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Рост выручки обеспечен как объемами, так и ценой реализации

Выручка в 1 кв. выросла на 40% кв./кв., на крупнейших активах - на руднике Bissa и на месторождении Lefa она повысилась на 62% и 30% кв./кв., соответственно. Динамика выручки отражает рост объемов продаж на 35% кв./кв. (+28,5 тыс. унций из-за переноса на 1 кв. 2015 г. аффинажа золота, добытого в конце декабря 2014 г., и + 24,5 тыс. унций нереализованного в 4 кв. рафинированного золота, +22,7 тыс. унций - органический рост) и средней цены реализации на 3% кв./кв.

Девальвация помогла заметно снизить издержки, прогноз на 2015 г. пересмотрен

Заметный рост показателя EBITDA, помимо вышеуказанных факторов, был обеспечен и сокращением издержек благодаря ослаблению локальных валют относительно доллара и снижению цен на топливо. Так, денежная себестоимость сократилась на 12% кв./кв. до 539 долл./унция, AISC (затраты, включающие капвложения) упали на 23% кв./кв. до 680 долл./унция, что привело к пересмотру в сторону понижения прогноза компании по последнему показателю до 800-850 долл./унция в 2015 г. (ранее 850-900 долл./унция).

Отметим, что повышению эффективности способствовало увеличение производства золота с рудников с наиболее низкой себестоимостью. В частности, доля золота с самого эффективного рудника компании Bissa (издержки 430 долл./унция) выросла с 20% до 28%, в том числе за счет вышеуказанного переноса аффинажа и продаж с 4 кв. 2014 г. В то время как доля золота в общем производстве с одного из наиболее затратных месторождений Lefa (605 долл./унция) снизилась с 26% до 23%.

Во 2 кв. результаты будут под давлением укрепления рубля и снижения цен

Операционного потока было достаточно для капвложений

Запас денежных средств как "подушка" ликвидности в условиях волатильности цен

Во 2 кв. 2015 г. мы ожидаем, что давление на показатели окажет укрепление рубля. Также текущая ценовая конъюнктура пока не способствует улучшению результатов (спот-цена на золото в среднем снизилась на 2% относительно 1 кв.).

Операционный денежный поток в 1 кв. вырос значительно - почти втрое кв./кв. до 157,7 млн долл. на фоне увеличения прибыли. Поддержку также оказало меньшее увеличение оборотного капитала - 4,5 млн долл. (против 39 млн долл. в 4 кв. в результате роста запасов нерезализованного золота). Операционного потока было достаточно для финансирования капвложений (37,5 млн долл.). Планы по капвложениям на 2015 г. подтверждены на уровне 300 млн долл. (из них 95 млн долл. придется на строительство рудника Bouly в 5 км от Bissa в Буркина-Фасо).

Заметный рост свободного денежного потока Nordgold создает возможность для выплаты дивидендов и выкупа акций. Напомним, что ранее компания инициировала программу по выкупу бумаг на 30 млн долл. до конца 2015 г., и с ее начала по настоящее время было выкуплено GDR на 11,75 млн долл. Также Nordgold объявил о выплате дивидендов за 1 кв. в размере 24,2 млн долл. Сама компания отмечает, что значительный запас накопленных денежных средств (423 млн долл. на конец 1 кв.) необходим для выполнения намеченной программы капитальных инвестиций на ближайшие годы (проекты Bouly (154 млн долл.), Гросс (260 млн долл.)) и выполняет своего рода функцию "подушки ликвидности" в условиях волатильности цен на золото.

В настоящий момент спред EVRAZ 18 - NORDLI 18 не превышает 70 б.п. Учитывая, высокий запас прочности (увеличение подушки ликвидности в 1 кв.) компании, мы считаем NORDLI 18 лучшей альтернативой EVRAZ 18 на текущем уровне спреда между ними. На рынке корпоративных евробондов РФ мы рекомендуем покупать AFKSRU 19 (YTM 7,3%), премия которых к кривой ВымпелКома в размере 100 б.п. выглядит избыточной. Мы считаем адекватной премию на уровне 50 б.п.

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

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



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

Население включило режим экономии

Платежный баланс

Платежный баланс: какие сюрпризы ждать от рубля?

Инфляция

Инфляция: пик пройден?

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Ликвидность

Минфину и ЦБ поручено разработать механизм рефинансирования банков под залог кредитов регионам

Монетарная политика ЦБ

ЦБ взял курс на снижение ставки?

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Минфин выбрал траты из Резервного фонда

Бюджет

Укрепление рубля усугубляет проблемы федерального бюджета

Рынок облигаций

Однозначные доходности ОФЗ - недалекое будущее или иллюзия?

Размещение плавающих ОФЗ: или солидная премия, или ожидания по агрессивному снижению ставок

Банковский сектор

Кредитование на паузе. Валюта ушла с погашением долга

ЦБ включает антикризисные механизмы



#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
БКЕ	Роснефть
Газпром	Татнефть
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Совкомфлот	Globaltrans (НПК)
------------	-------------------

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

Х5	Лента
Магнит	
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис

Электроэнергетика

РусГидро
ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

АИЖК	Банк Центр-инвест	КБ Ренессанс Капитал	Промсвязьбанк
Альфа-Банк	ВТБ	ЛОКО-Банк	РСХБ
Азиатско- Тихоокеанский Банк	ЕАБР	МКБ	Сбербанк
Банк Русский Стандарт	Газпромбанк	ФК Открытие	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9801
Ирина Ализаровская		(+7 495) 721 99 00 доб. 8674
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

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
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.