



25 февраля 2015 г.

Мировые рынки

Дж. Йеллен не торопится повышать ставку

В своем вчерашнем выступлении перед Сенатом США глава ФРС в целом позитивно оценила состояние американской экономики, подчеркнув заметные улучшения на рынке труда, несмотря на то, что потенциал для повышения занятости еще не исчерпан. По словам Дж. Йеллен, ФРС начнет повышение ключевой ставки, когда появится уверенность, что инфляция движется в сторону целевого уровня 2% (напомним, что в декабре 2014 г. она составила всего 0,7% г./г.). При этом основной причиной слабых показателей инфляции называются низкие цен на нефть. Ожидается, что с марта из протокола ФРС фраза "to be patient" будет исключена, что означает возможность повышения ключевой ставки на любом последующем заседании. Тем не менее, большинство участников рынка предполагают первое повышение ставки лишь в конце года (и почти никто не ожидает этого до июля), что, по-видимому, обусловлено разногласиями, появившимися внутри FOMC (судя по последней стенограмме) относительно ужесточения монетарной политики в условиях низкой инфляции, сильного доллара и неопределенности на внешних рынках. Финансовый рынок естественным образом отреагировал ростом индексов акций и снижением доходностей UST (на 7,7 б.п. до YTM 1,98% по 10-летним бондам). Суверенные бонды РФ вчера умеренно снижались в цене (длинные Russia 42 потеряли 0,8 п.п. до 83,4% от номинала).

Валютный и денежный рынок

Всплеск ставок по валютным свопам. Рекомендуем покупать OIS и продавать 1-3M FX swap

Снижение рейтинга РФ привело к небольшому ослаблению рубля и заметному всплеску ставок 1-3-месячных валютных свопов (на 50-60 б.п.), при этом кривая OIS не изменилась. Мы полагаем, что такая динамика связана с покупкой участниками валюты через форвардные контракты (NDF), что естественно тянет за собой вверх и ставки по свопам. В результате спред FX swap - OIS вновь превысил 200 б.п. После окончания налогового периода, который сейчас оказывает поддержку рублю (во многом компенсируя и негативную динамику нефти и снижение суверенного рейтинга), спот-курс, вероятно, сократит свое отставание от форвардных курсов, что приведет к снижению ставок и по валютным свопам и сужению указанного спреда.

Рынок ОФЗ

Минфин не стал играть на стороне продавцов классических ОФЗ. Сохраняем рекомендацию продавать 5-летние IRS (получать фиксированную ставку) и покупать ОФЗ 29011 (получать плавающую ставку)

На сегодняшнем аукционе Минфин решил не предлагать госбумаги с фиксированной ставкой купона, что, по-видимому, обусловлено негативной ценовой динамикой госбумаг, последовавшей за снижением суверенного рейтинга РФ агентством Moody's. Напомним, что успех аукциона по размещению на прошлой неделе ОФЗ 26215 во многом был обусловлен спросом со стороны нерезидентов, которые сейчас или выжидают, или сокращают свои позиции в ОФЗ (снижение рейтинга РФ в национальной валюте еще одним агентством приведет, в частности, к исключению ОФЗ из Barclays Aggregate Indices). Предложение 5-летних ОФЗ 29011 (с плавающей ставкой купона) в объеме 10 млрд руб., которые вчера подешевели на 0,82 п.п. до 93,25% от номинала, скорее всего, найдет спрос на весь объем. Отметим, что в отличие от ОФЗ кривая IRS почти не отреагировала на рейтинговое действие, тем не менее, арбитраж между выпуском ОФЗ 29011 и ставками IRS сохраняется. С учетом котировок 5-летних IRS фиксированная доходность ОФЗ 29011 составляет 15%, в то время как 5-летние ОФЗ с фиксированным купоном имеют YTM 13,6-14,1%.

Рынок корпоративных облигаций

Nordgold: продажи перенесены на 1 кв. 2015 г. См. стр. 2

Nordgold: продажи перенесены на 1 кв. 2015 г.

Слабые финансовые результаты за 4 кв. - снижение выручки, EBITDA и рентабельности кв./кв.

Nordgold (-/Ba3/BB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. 2014 г. Помимо ухудшения ценовой конъюнктуры (-8% кв./кв.) произошло снижение объемов производства рафинированного золота (-12% кв./кв. до 237,6 тыс. унций), в частности, из-за переноса на 1 кв. 2015 г. аффинажа и продаж золота, добытого в конце декабря 2014 г. (~28,5 тыс. унций). Также в 4 кв. компания не смогла реализовать ~24,5 тыс. унций рафинированного золота, что привело к увеличению запасов. В итоге, несмотря на сокращение издержек, в том числе за счет ослабления локальных валют к доллару, показатель EBITDA упал на 35% кв./кв., рентабельность по EBITDA снизилась на 4,9 п.п. кв./кв. до 37,6%.

Запас денежных средств остается значительным

При этом запас денежных средств у компании остается значительным (318 млн долл., включая краткосрочные депозиты), а краткосрочный долг минимален (4,9 млн долл.). Долговая нагрузка находится на комфортном уровне 1,3x Чистый долг/EBITDA LTM (имеющиеся у компании ковенанты ограничивают этот показатель значением 3,0x).

Ключевые финансовые показатели Nordgold

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2014	3 кв. 2014	изм.	2014	2013	изм.
Выручка	254,3	344,7	-26%	1 216,1	1 271,3	-4%
EBITDA	95,6	146,7	-35%	487,0	394,0	+24%
Рентабельность по EBITDA	37,6%	42,5%	-4,9 п.п.	40,0%	31,0%	+9 п.п.
Чистая прибыль	-7,6	56,9	-	123,0	-195,9	-
Операционный поток	56,0	138,3	-2,5x	328,0	310,7	-6%
Инвестиционный поток, в т.ч.	-230,2	-53,6	+4,3x	-356,7	-230,6	+55%
Капвложения	37,1	49,5	-25%	147,7	247,5	-40%
Финансовый поток	-59,3	-17,5	+3,4x	-69,8	127,7	-
в млн долл., если не указано иное		31 дек. 2014			30 сент. 2014	изм.
Совокупный долг, в т.ч.		944,4			1 001,0	-6%
Краткосрочный долг		4,9			13,1	-2,7x
Долгосрочный долг		939,5			987,9	-5%
Чистый долг		626,5			635,0	-1%
Чистый долг/EBITDA LTM*		1,3x			1,2x	-

* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

**Опережающее
выручку снижение
EBITDA из-за падения
объемов с самого
эффективного рудника
и рост объемов с
самого затратного**

Выручка в 4 кв. сократилась на 26% кв./кв., на руднике Bissa она упала на 35% кв./кв., на месторождении Lefa - на 9% кв./кв. (совокупно на эти активы приходится ~50% выручки и EBITDA компании).

Показатель EBITDA снижался опережающими выручку темпами (-35% кв./кв.), что объясняется увеличением производства золота с рудников с наиболее высокой себестоимостью. В частности, доля золота с самого эффективного рудника компании Bissa (издержки 446 долл./унция) снизилась с 26% до 20%, в том числе из-за вышеуказанного переноса аффинажа и продаж на 1 кв. 2015 г. В то время как доля золота в общем производстве с наиболее затратного месторождения Lefa (726 долл./унция) возросла с 21% до 26%.

**В 1 кв. 2015 г.
ожидаем улучшения
результатов кв./кв.**

В 1 кв. 2015 г. мы ожидаем улучшения показателей, поскольку, по данным компании, было аффинировано и реализовано золото, добытое в конце 2014 г., а также были проданы нереализованные запасы по цене, более высокой, чем в 4 кв. (по нашим оценкам, рыночные цены в среднем выросли на 4% кв./кв.).

**Компания
представила прогноз
на 2015 г.**

Компания планирует, что в 2015 г. производство золота составит 925-985 тыс. унций, AISC (затраты, включающие капвложения) - 850-900 долл./унция (887 долл./унция в 2014 г.), а капвложения возрастут вдвое до 300 млн долл. (из них 95 млн долл. придется на строительство рудника Bouly в 5 км от Bissa в Буркина-Фасо). Итоговые объемы производства будут зависеть от нескольких факторов: 1) ожидаемое сокращение объемов на руднике Bissa из-за более

**Операционного
потока было
достаточно для
финансирования
капвложений**

низкого исходного содержания золота в руде; 2) увеличение добычи золотосодержащей руды и исходного содержания золота в руде на месторождении Lefa, а также 3) программы по оптимизации производства на рудниках Tararko, Бурятзолото и Березитовый.

Операционный денежный поток в 4 кв. снизился значительно - более чем в 2,5 раза кв./кв. до 56 млн долл., что объясняется как сокращением прибыли в общем, так и увеличением оборотного капитала на 39 млн долл. (против его снижения на 18 млн долл. в 3 кв.) в результате роста запасов нереализованного золота. Тем не менее, операционного потока было достаточно для финансирования капвложений (37,1 млн долл.). Существенный рост инвестиционного потока в целом связан с размещением денежных средств на краткосрочных депозитах (189 млн долл.).

Положительный FCF (по всем активам Nordgold) создает возможность для снижения долга, а также выплаты дивидендов. По итогам 4 кв. 2014 г. было принято решение о выплате дивидендов на общую сумму 5,1 млн долл. Также после отчетной даты компания выкупила часть выпуска NORDLI 18 на общую сумму 50 млн долл. из 500 млн долл. и объявила программу обратного выкупа акций на 30 млн долл. до конца этого года. Напомним, что накопленные денежные средства, включая депозиты, на конец 2014 г. составляли 318 млн долл., что более чем достаточно для реализации этих планов.

Мы давно рекомендовали покупать бумаги NORDLI 18, когда они котировались с дисконтом (порядка 45 б.п.) к выпускам Евраз. В настоящий момент спред EVRAZ 18 - NORDLI 18 превышает 130 б.п. На рынке корпоративных евробондов РФ мы рекомендуем покупать AFKSRU 19 (YTM 12,4%), также дешево выглядит выпуск DMEAIR 18 (12,4%).

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

Слабая макростатистика ноября: риски более серьезного падения ВВП в 2015 г.

Валютный рынок

Валютные директивы: насколько силен эффект на курс?

ЦБ запускает полноценное валютное кредитование

Рубль «пришел в чувства»

Валютного коридора больше нет

Долговая политика

Минфин готовит аналог ГКО для более гибкого управления бюджетными остатками

Рынок облигаций

Кривая ОФЗ уплощается ниже ставок РЕПО

Не пора ли покупать ОФЗ?

В Ломбардный список могут попасть бумаги даже без рейтинга

Платежный баланс

Рубль не заметил улучшения платежного баланса

Инфляция

Инфляция: все выше и выше

Ликвидность

Ставки МБК: в шатком равновесии

Взлет ставок денежного рынка: кризис доверия и дефицит рублевой ликвидности

Монетарная политика ЦБ

ЦБ экстренно повысил ключевую ставку до 17%

Бюджет

Минфин закладывает траты из Резервного фонда

В 2015 г., вероятно, придется тратить Резервный фонд

Банковский сектор

Новые послабления для поддержки банков «на плаву»

ЦБ включает антикризисные механизмы

Экстренное удорожание фондирования от ЦБ не должно сильно сказаться на марже банков

Валютное РЕПО с ЦБ с рублевым залогом \neq рублевое РЕПО + FX SWAP

Лишь треть проданной ЦБ валюты осела в банках РФ.



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

Транспорт

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

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	МТС
Мегафон	Ростелеком

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	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	НОМОС Банк	ТКС Банк
Банк Санкт-Петербург	КБ Восточный Экспресс	ОТП Банк	ХКФ Банк



#RAIF: Daily Focus

Review. Analysis. Ideas. Facts.

ЗАО «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 ЗАО «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. 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.