

Пульс рынка

- **В ожидании новостей из Китая и США.** Доходности базовых активов вчера продолжили рост (так, 10-летние бонды прибавили еще 2 б.п. до YTM 2,77%), отражая повышение ожиданий в пользу скорого сворачивания QE (до конца этого года), о чем также свидетельствует и заметное удорожание опционов. В ближайшее время пленум компартии Китая примет решение в отношении денежно-кредитной политики: ожидается сворачивание стимулов с целью охлаждения рынка недвижимости и кредитования. Более важным событием на этой неделе является выступление Дж. Йеллен (в четверг в 19-00 мск), кандидата на пост главы ФРС, перед Сенатом США, что может вызвать новые спекуляции на тему: "политика ФРС после Б. Бернанке".
- **Новый обзор от ЦБ: на денежном рынке будет штормить?** По опросу, проведенному ЦБ, банки считают "комфортным" коэффициент утилизации рыночного/нерыночного обеспечения на уровне около 65/75%. Признание "комфортной" столь высокой планки вызывает удивление: при несоответствии распределения залога и потребностей в ликвидности данные уровни, скорее, можно назвать "пороговыми". К данному выводу подводит тот факт, что при достаточно низком коэффициенте утилизации (даже с учетом его роста до ~50% против ~40% во 2 кв.) и имеющемся в распоряжении у банков залоге по РЕПО в 4,2 трлн руб. (на 1 сентября) достижение задолженности по РЕПО 2,3 трлн руб. вынуждает банки переключаться на дорогостоящие валютные свопы с ЦБ (о/п 6,5%). На наш взгляд, даже с учетом ежегодного расширения рыночного залога (с выпуском новых бумаг) и постепенного сокращения ЦБ интервенций (основного источника оттока ликвидности) такая ситуация может привести к тому, что проблемы ограниченности и неоднородности распределения залога создадут серьезные риски для ставок еще до того, как утилизация превысит указанные ЦБ значения. Причем, проявиться это может раньше 2015-2016 гг., называемых ЦБ.
- **Не слишком щедрое предложение от РЖД.** Недавно в маркетинге появился 3-летний выпуск РЖД-30 с ориентиром 7,6-7,75% годовых (YTP 7,74-7,9%), который соответствует спреду к суверенной кривой в размере 119-135 б.п. (влияние call-опциона за полгода до оферты на ценообразование пренебрежимо мало). В сравнении с близкими по дюрации облигациями РЖД-16 (YTP 7,62% @ июнь 2016 г. = ОФЗ + 115 б.п.), Роснефть-4,5 (YTP 7,81% @ октябрь 2017 г. = ОФЗ + 100 б.п.) и ФСК-25 (YTP 7,62% @ сентябрь 2016 г. = ОФЗ + 110 б.п.) объявленный ориентир предполагает некоторую премию. Учитывая определенный дефицит предложения от нефинансовых эмитентов 1-го эшелона, мы не исключаем, что размещение новых бумаг РЖД может пройти ближе к нижней границе ориентира. Напомним, что в маркетинге также находится дебютный 3-летний выпуск ООО «Фольксваген Банк РУС», имеющий рейтинг (A-/-/A-), номиналом 5 млрд руб. с более интересным ориентиром 7,75-8,0% годовых, что соответствует YTP 7,90-8,16% (=ОФЗ + 140-166 б.п.). Среди корпоративных облигаций, представленных на локальном рынке, выпуск Фольксваген Банк РУС имеет наименьший кредитный риск. Мы оцениваем новые облигации Фольксваген Банк РУС с премией 15-25 б.п. к размещенным в конце прошлого года рублевым евробондам CAT 15 (YTM 7,2% = ОФЗ + 85 б.п.), которые имеют более сильный набор кредитных рейтингов (A/A2/A). Таким образом, справедливая доходность оценивается нами не выше YTM 7,5% (см. подробнее наш комментарий от 6 ноября 2013 г.).
- **БРС (В+/В2/В+) "промахнулся" со ставкой.** Новая ставка купона по выпуску БО-6, установленная на период после оферты (11 ноября 2013 г.) на уровне 9,1% (что соответствует YTM 9,36% к погашению через 1,5 года), не устроила держателей: эмитенту пришлось выкупить 52,5% выпуска номиналом 5 млрд руб. Из выпусков розничных банков, сопоставимых по кредитным рейтингам, мы отмечаем БО-4 (YTM 10,49% @ август 2015 г.) Банка Восточный Экспресс (Moody's: B1), которые, по нашему мнению, являются лучшей альтернативой бумагам БРС (при близком уровне кредитного риска предлагают большую доходность). Также неплохим выбором являются ТКС БО-3 с доходностью выше 11% @ февраль 2014 г. Кстати говоря, в сегменте розничного кредитования рост кредитного риска продолжается: по данным ЦБ РФ, NPL 90+ в октябре увеличился м./м. на 1,8 п.п. до 7,7%. По оценкам ЦБ РФ, ситуация изменится в лучшую сторону лишь к середине 2014 г., когда проявится эффект от планируемого ужесточения регулирования (повышения резервов и ограничения максимальных ставок).

Темы выпуска

- Nordgold: Bissa продолжает поддерживать на плохом рынке

Nordgold: Bissa продолжает поддерживать на плохом рынке

Результаты оцениваем позитивно: компании удалось снизить денежную себестоимость

Производитель золота Nordgold (-/Ba3/BB-) опубликовал финансовые результаты за 3 кв. и 9М 2013 г. по МСФО, которые мы оцениваем позитивно. Мы отмечаем, что компания продемонстрировала успехи в снижении денежной себестоимости (-6% кв./кв. до 791 долл./унция) благодаря значительному росту объемов добычи (как на новом руднике Bissa, так и на рудниках Lefa, Нерюнгри и Апрельково), а также проводимой программе оптимизации издержек. Это способствовало сохранению рентабельности по EBITDA на уровне предыдущего квартала (33%), несмотря на продолжающееся ухудшение ценовой конъюнктуры на рынке золота (средние цены реализации компании снизились на 4% кв./кв. до 1 327 долл./унция).

Ключевые финансовые показатели Nordgold

в млн долл., если не указано иное	3 кв. 2013	2 кв. 2013	изм.	9М 2013	9М 2012	изм.
Выручка	325,3	320,3	+2%	942,4	851,1	+11%
ЕБИТДА	108,2	106,2	+2%	321,0	350,1	-8%
Рентабельность по EBITDA	33,3%	33,2%	+0,1 п.п.	34,1%	41,1%	-7 п.п.
Чистая прибыль	34,9	-197,9	-	-140,1	123,2	-
Операционный поток	101,8	63,5	+60%	205,3	71,9	+2,8x
Инвестиционный поток, в т.ч.	-60,7	-65,6	-7%	-195,7	-341,1	-43%
Капвложения	-52,1	-65,2	-20%	-181,8	-342,8	-47%
Финансовый поток	-5,2	168,7	-	215,3	147,4	+46%

в млн долл., если не указано иное	30 сент. 2013	30 июня 2013	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	1 038,8	1 030,2	+1%
Краткосрочный долг	332,3	206,1	+61%
Долгосрочный долг	706,4	824,1	-14%
Чистый долг	775,0	801,9	-3%
Чистый долг/ЕБИТДА LTM*	1,7x	1,6x	-

*ЕБИТДА за предшествующие 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Bissa остается крупнейшим добывающим активом с минимальными cash costs, Lefa стал прибыльным

Напомним, что добыча золота осуществляется на 9 месторождениях/рудниках (Bissa и Taparko в Буркина-Фасо, Lefa в Гвинее, Бурятзолото (2 рудника - Ирокинда и Зун-Холба), Березитовый, Нерюнгри и Апрельково в РФ, а также Суздаль в Казахстане). По итогам 3 кв. 2013 г. рудник Bissa остается крупнейшим добывающим активом компании (27% общего объема производства), при этом он демонстрирует минимальную денежную себестоимость (458 долл./унция). Гвинейское месторождение Lefa обеспечило 20% добычи, и по итогам квартала оно стало прибыльным - его cash cost является максимальным среди рудников компании, но снизился существенно (-20% кв./кв.) до 1 223 долл./унция при средней цене реализации 1 327 долл./унция. Еще примерно по 10% добычи приходится на остальные месторождения (кроме Апрельково- 5% добычи).

Снижение выручки из-за падения цен на золото

Объемы добычи в 3 кв. выросли на 5% кв./кв. до 244,7 тыс. унций, объемы реализации - на 6% кв./кв. до 245,1 тыс. унций. При этом выручка повысилась лишь на 2% кв./кв. из-за сохраняющейся тенденции снижения цен на золото (-4% кв./кв.).

Но рентабельность удалось сохранить на прежнем уровне

Благодаря наращиванию объемов реализации и контролю над издержками показатель EBITDA в 3 кв. 2013 г. повышался теми же темпами, что и выручка - на 2% кв./кв. Наибольший вклад в прибыль внесли Bissa (53% от консолидированной EBITDA, рентабельность по EBITDA - 65%), Суздаль (13% и 43%, соответственно) и Березитовый (11% и 34%, соответственно).

По результатам кв. свободный денежный поток стал положительным

Компании удалось достичь заметного роста операционного денежного потока в 3 кв., в том числе, за счет высвобождения средств из оборотного капитала (4,4 млн долл. против инвестиций в объеме 26,8 млн долл. во 2 кв.). На ближайшие кварталы в планах Nordgold дальнейшее сокращение оборотного капитала. Операционного потока в 3 кв. (101,8 млн долл.) было достаточно для финансирования инвестиций, в т.ч. капвложений (52,1 млн долл.). За счет результатов 3 кв. свободный денежный поток за 9М 2013 г. стал положительным (14,4

**Долговая нагрузка
остается на уровне
1,7x**

млн долл.). Денежные средства и их эквиваленты на конец 3 кв. 2013 г. составили 263,8 млн долл. и почти на 80% покрывают краткосрочную задолженность. Чистый долг сократился на 3% за 3 кв. 2013 г. до 775 млн долл., его отношение к LTM EBITDA повысилось с 1,6x до 1,7x, что по-прежнему является комфортным уровнем (ковенанты ограничивают этот показатель 3x).

**Компания снижает
капвложения, однако
в планах выплата
ежеквартальных
дивидендов**

Nordgold подтвердила, что бюджет капитальных вложений на 2013 г. составит 250 млн долл. (ранее он снижался с 300 до 260 млн долл.). В 2014 г. они запланированы еще ниже - 200 млн долл. Прогноз по объемам добычи на этот год повышен до верхней границы представленного ранее диапазона - 850 тыс. унций за счет успешной работы рудника Bissa, на котором добыча за 2013 г. превысит, по оценкам компании, 200 тыс. унций. Nordgold прогнозирует, что свободный денежный поток будет оставаться положительным, что, на наш взгляд, могло бы использоваться для погашения долга. Однако этот позитивный эффект нивелируется выплатами дивидендов: после отчетной даты компания выплатила 15,3 млн долл. в виде дивидендов за 1П 2013 г., в ноябре были одобрены дивиденды за 3 кв. 2013 г. в объеме ~9 млн долл.

**Рекомендуем покупать
спред NORDLI 20 -
EVRAZ 18**

Мы по-прежнему считаем бонды NORDLI 18, которые торгуются с премией к бумагам Евраз в 65 б.п., перепроданными. По нашему мнению, кредитное качество Nordgold лучше Евраз, как следствие, вместо премии должен быть дисконт.

Список последних обзоров по экономике и финансовым рынкам

Для перехода к последнему комментарию необходимо нажать курсором на его название

Экономические индикаторы

«Мантры» стимулирования экономики

Промпроизводство РФ в августе: на нуле

Макростатистика августа: инвестиционный пессимизм

Инфляция

Инфляция в РФ «заходит на посадку»

Валютный рынок

ЦБ продолжает ослаблять контроль над курсом

Минфин не будет покупать валюту по новой схеме в 2013 г. — почти нейтрально для рубля

Рубль и валюты других стран GEM: есть разница

Монетарная политика ЦБ

Тихая революция монетарной политики?

Рынок облигаций

ОФЗ: лебедь, рак и щука

Приход Euroclear/Clearstream в корпоративный сегмент «повис в воздухе»

Платежный баланс

МЭР планирует повысить прогноз оттока капитала

Профицит торгового баланса демонстрирует постоянство: нейтрально для рубля

Ликвидность

Ликвидность: ставки по осени считают?

Новый аукцион ЦБ - иллюзия снижения ставок?

Аукцион ЦБ: дефицита ликвидности нет?

Бюджет

Приватизация - не панацея

Досрочное "распечатывание" ФНБ

Для экономических стимулов ничего не жалко, даже Резервного фонда

Бюджетная арифметика вселяет надежды

Долговая политика

Минфин в 3 кв. планирует разместить ОФЗ на 270 млрд руб.

Банковский сектор

В поиске экономических стимулов акцент сместился на банковскую систему

Новые уточнения к Положению №395-П

Валютные метаморфозы: новый фактор спроса на госфондирование

Список покрываемых эмитентов

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

Нефтегазовая отрасль

Alliance Oil	Новатэк
Башнефть	Роснефть
БКЕ	Татнефть
Газпром	ТНК-ВР
Газпром нефть	Транснефть
Лукойл	

Металлургия и горнодобывающая отрасль

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

Транспорт

Аэрофлот	Трансконтейнер
НМТП	ЮТэйр
Совкомфлот	Brunswick Rail
Трансаэро	Globaltrans (НПК)

Телекоммуникации и медиа

ВымпелКом	ПрофМедиа
МТС	Ростелеком
Мегафон	Теле2

Торговля, АПК, производство потребительских товаров

X5	Синергия
Магнит	Черкизово
О'Кей	

Химическая промышленность

Акрон	Уралкалий
ЕвроХим	ФосАгро
СИБУР	

Машиностроение

Гидромашсервис	Соллерс
КАМАЗ	

Электроэнергетика

Энел ОГК-5	МОЭСК
Ленэнерго	РусГидро
Мосэнерго	ФСК

Строительство и девелопмент

ЛенСпецСМУ	ЛСР
------------	-----

Прочие

АФК Система

Финансовые институты

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

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
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. 1706
Рита Цовян		(+7 495) 225 9184

Продажи

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Антон Кенякин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Дорошенко		(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов		(+7 495) 225 9146

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
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
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 банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту 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.