



26 февраля 2016 г.

## Мировые рынки

### На внешних рынках осторожный позитив

Ненасыщенный новостной фон вчера не привел к ухудшению аппетита к риску: американские и европейские индексы акций поднялись на 1,13% и 2,48%, что стало следствием главным образом продолжившегося удорожания нефти (на 1 долл. до 35 долл./барр.). Исходя из динамики, рынки остаются в боковом движении: снижение доходностей UST (на 2 б.п. до YTM 1,72% по 10-летним бондам) свидетельствует о невысоких ожиданиях дальнейшего роста финансовых рынков. Сегодня интерес представляет публикация значения индекса цен PCE (по расходам на личное потребление) по США за январь, резкий рост индекса может вновь вызвать ожидания ужесточения монетарной политики ФРС (сейчас вероятность повышения ставки в марте оценивается рынком фьючерсов на уровне 10%). На рынке российских евробондов наблюдалась коррекция субордов SBERRU 23, 24, в результате которой спред SBERRU 23 - SEBRRU 22 (@ 5,125%) расширился до 200 б.п. (выше 12-месячного среднего).

## Экономика

### Снижение инфляции по-прежнему имеет в основном статистический характер

Согласно данным Росстата, инфляция с 16 по 20 февраля составила те же 0,2%, что и неделей ранее (из-за праздников индекс рассчитывался за более короткий промежуток - 5 дней). Накопленная с начала февраля инфляция, таким образом, находится на уровне 0,6%. Мы отмечаем, что темпы роста цен на плодоовощную продукцию не замедлились (0,9%), а по некоторым продовольственным позициям - даже возросли. Это увеличивает вероятность того, что по итогам февраля инфляция составит порядка 0,8%. Несмотря на ее повышенный уровень месяц к месяцу, показатель инфляции в годовом выражении продолжает снижаться и к 20 февраля опустился до 8,7% г./г. Мы прогнозируем, что эффект высокой базы 1 кв. еще будет приводить к снижению годовой инфляции в течение полутора месяцев. В частности, к концу февраля она может опуститься до ~8,3% г./г., а к концу марта - ниже 8% г./г. Однако отсутствие выраженного структурного снижения инфляции в терминах месяц к месяцу, а также риски проявления эффекта ослабления рубля декабря 2015 г. - января 2016 г. говорят об угрозе сохранения повышенных инфляционных ожиданий. Кроме того, по мере исчерпания статистического эффекта базы, во 2 кв. инфляция год к году должна существенно повыситься. На этом фоне мы не видим причин для какого-либо изменения ключевой ставки на ближайшем заседании ЦБ (18 марта).

## Банковская система

### ЦБ РФ намерен ограничить валюту на балансах

В СМИ вчера появились высказывания представителей ЦБ РФ относительно планируемого повышения отчисления в ФОР по валютным депозитам с целью синхронизации с ранее представленной инициативой по повышению коэффициентов риска (RW) по некоторым валютным активам, принятым на баланс после 1 апреля 2016 г. (см. наш комментарий от 8 февраля 2016 г. с оценкой влияния на достаточность капитала). Отметим, что повышение ФОР, скорее всего, приведет к снижению ставок по валютным депозитам (при прочих равных условиях). Однако это не вызовет отток средств для дальнейшей конвертации в рубли, поскольку в крупных банках ставки и так уже вблизи нуля (0,5-1,5% годовых), то есть текущие сбережения в долларах обусловлены в большей мере опасениями относительно дальнейшего ослабления рубля, а также низкими рублевыми ставками (вблизи или даже ниже инфляции). В то же время вслед за повышением коэффициентов риска произойдет и повышение ставок по валютным кредитам, из-за чего больше компаний будет занимать в рублях с последующей конвертацией в инвалюту, если средства им нужны для оплаты импортных товаров/услуг. В этой связи возможен умеренно негативный эффект на курс рубля (ровно такой, насколько незначительным будет повышение ставок). Также мы не ожидаем, что повышенные RW приведут к продажам банками евробондов с дальнейшим перераспределением капитала в рублевые активы, поскольку RoRWA по бондам значительно выше, чем по рублевым активам: так, у суверенных бондов РФ спред к ставке валютного РЕПО заметно шире (~200 б.п.), чем по ОФЗ (< 0). В целом эти предложенные ЦБ РФ изменения окажут почти нулевой эффект на структуру активов и пассивов.

## Рынок корпоративных облигаций

Nordgold: рудник Тараго оказал давление на рентабельность. См. стр. 2

## Nordgold: рудник Taramko оказал давление на рентабельность

### Слабые результаты за 4 кв. 2015 г.

Nordgold (-/Ba3/BB-) опубликовал слабые финансовые результаты за 4 кв. 2015 г. по МСФО. Выручка выросла на 17% кв./кв. в результате увеличения объема продаж на 20% кв./кв. (восстановление после задержки аффинирования в 3 кв.) при снижении средней цены реализации на 2% кв./кв. При этом показатель EBITDA сократился на 1% кв./кв. из-за роста денежной себестоимости главным образом на месторождении Taramko (+41%), а также на Бурятзолоте (+4%) и Березитовом (+4%). Незначительное ослабление рубля в 4 кв. (на 5% кв./кв.) не поддержало результаты российских активов. В итоге рентабельность по EBITDA просела на 6,5 п.п. до 35,4% в 4 кв.

Долговая нагрузка повысилась незначительно и остается на приемлемом уровне 1,1x Чистый долг/EBITDA LTM. Запас денежных средств у Nordgold остается существенным (364 млн долл., включая краткосрочные депозиты), а в 2016 г. и 2017 г. компании предстоит погасить лишь 125 и 167 млн долл., соответственно. Пик погашений приходится на 2018 г. (615 млн долл., из них 450 млн долл. евробонд NORDLI 18), и согласно информации, представленной во время телеконференции, компания будет рассматривать различные источники рефинансирования этого долга.

### Ключевые финансовые показатели Nordgold

в млн долл., если не указано иное	4 кв. 2015	3 кв. 2015	изм.	2015	2014	изм.
Выручка	264,0	225,0	+17%	1129,3	1216,1	-7%
EBITDA	93,5	94,2	-1%	519,8	487,0	+7%
Рентабельность по EBITDA	35,4%	41,9%	-6,5 п.п.	46,0%	40,0%	+6 п.п.
Чистая прибыль	7,7	46,3	-83%	188,7	123,0	+53%
Операционный поток	87,4	77,9	+12%	417,9	328,0	+27%
Инвестиционный поток, в т.ч.	9,4	-88,6	-	-161,4	-356,7	-55%
Капвложения	79,0	71,7	+10%	258,3	157,8	+64%
Финансовый поток	-16,4	-28,2	-42%	-92,9	-69,8	+33%

  

в млн долл., если не указано иное	31 дек. 2015	30 сент. 2015	изм.
Совокупный долг, в т.ч.	945,7	951,9	-1%
Краткосрочный долг	130,3	12,2	+10,7x
Долгосрочный долг	815,3	939,7	-13%
Чистый долг	584,0	573,3	+2%
Чистый долг/EBITDA LTM*	1,12x	1,10x	-

\* EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

### Рост издержек на Taramko, Бурятзолоте и Березитовом

Наиболее существенный рост издержек произошел на руднике Taramko (+41% кв./кв.) в результате снижения коэффициента извлечения из-за переработки труднообогатимых руд из складских запасов и с определенных горизонтов карьеров месторождения. На российских рудниках Бурятзолото и Березитовый издержки выросли на 4% кв./кв. в связи со снижением содержания золота и объемов переработки руды на Бурятзолото, а также роста расхода топлива и электроэнергии за счет сезонно больших мощностей кучного выщелачивания на Березитовом. На других российских активах произошло в целом снижение денежной себестоимости в связи с сокращением коэффициента вскрыши. На казахстанском руднике Суздаль cash costs снижались благодаря девальвации тенге. На африканских рудниках Bissa и Lefa денежные издержки снизились на 15% и 4%, соответственно.

### Капвложения профинансированы из операционного денежного потока

Операционный денежный поток в 4 кв. повысился на 12% кв./кв. до 87,4 млн долл. за счет высвобождения 15,5 млн долл. (против 5,3 млн долл. в 3 кв.) из оборотного капитала. Капвложения в 4 кв. (79 млн долл.), а также за год в целом (258,3 млн долл.) были профинансированы из операционного денежного потока. Компания подтвердила план по капвложениям на 2016 г. на уровне 370 млн долл., до 125 млн долл. (50% всех затрат на этот проект) будет вложено в строительство рудника Гросс в Якутии, и 70 млн долл. в завершение строительства и вывода на проектную мощность Vouly в 5 км от Bissa в Буркина-Фасо. Строительство этих рудников может

быть профинансировано, на наш взгляд, в основном из генерируемого денежного потока компании. В 2017 г. капзатраты планируются на уровне менее 300 млн долл. (из них 125 млн долл. в проект Гросс).

**Дивиденды и программы выкупа не должны повysить долговую нагрузку**

За 4 кв. 2015 г. компания приняла решение выплатить дивиденды в объеме 5,9 млн долл., всего за 2015 г. будет выплачено 58,5 млн долл. Компания завершила программу выкупа акций в 2015 г. на сумму 29,3 млн долл. Новая программа на сумму не более 15 млн долл. началась в 2016 г. и продлится до 17 ноября 2016 г. По нашим оценкам, эти выплаты не должны повysить долговую нагрузку компании.

**Прогнозы на 2016 г. весьма осторожны**

Nordgold ожидает, что в 2016 г. объемы производства составят 950 – 1010 тыс. унций золота (т.е. как минимум сохранение объемов на том же уровне и максимум рост на 6% г./г. за счет ввода во 2П 2016 г. рудника Bouly), а прогноз по AISC (затраты, включающие капвложения) на 2016 г. повышен до 800-850 долл./унция (793 долл./унция в 2015 г.), принимая во внимание волатильность на рынках и ожидания по инфляции.

Бонды NORDLI 18 в последнее время выглядели лучше рынка, что обусловлено восстановлением цен на золото и обесценением рубля (оказывает позитивный эффект на операционный поток компании). Мы считаем NORDLI 18 (YTM 5,66%) неплохой альтернативой URKARM 18. Инвесторам, склонным к большому риску, можно обратить внимание на PGILLN 20 с доходностью не ниже 7%.

**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
Мария Помельникова		(+7 495) 221 9845
Антон Плетенев		(+7 495) 221 9900 доб. 5021
Ирина Ализаровская		(+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 Колупаева		(+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.