

Nord Gold

Удачное время для покупки евробондов

Nord Gold – небольшая золотодобывающая компания, операционная деятельность которой сосредоточена в России, Казахстане, Гвинее и Буркина Фасо. Компания добывает золото открытым и шахтными способами на 9 рудниках. Производство драгметалла осуществляется, в основном, методом кучного выщелачивания (heap leach technology), наиболее простым и наименее затратным из всех ныне существующих. Ранее Nord Gold входила в состав Северстали, однако в январе 2012 г. произошло выделение компании в самостоятельную структуру.

Мы полагаем, что инвестиции в депозитарные расписки Nord Gold сопряжены с несколькими рисками, такими как негативная конъюнктура мировых цен на золото, низкая ликвидность бумаг на рынке, а также вероятное падение содержания металла на ключевых месторождениях, что создаст определенные трудности, в частности, приведет к росту денежных издержек (TCC, total cash costs) на унцию золота. Более привлекательным инструментом, на наш взгляд, являются евробонды компании, номинированные в долларах США, погашение которых должно состояться в 2018 г. В настоящее время цена такого бонда Nord Gold составляет около 92.8, а доходность к погашению – 8,5%. Мы рекомендуем покупать данную бумагу.

Акционерный капитал. Основным бенефициаром Nord Gold является Александр Мордашов, которому принадлежит 84,4% капитала. В свободном обращении (free-float) на рынке, по оценкам компании, находится около 14,6% капитала. Депозитарные расписки на акции компании торгуются на Лондонской фондовой бирже.

Операционная деятельность. Nord Gold ведет добычу золота на 9 рудниках, в том числе на двух месторождениях, принадлежащих компании «Бурятзолото». Активы Nord Gold расположены в России, Казахстане, Гвинее и Буркина Фасо. Основную часть металла компания добывает на территории РФ (34%) и Буркина Фасо (37%). Кроме того, в портфолио Nord Gold есть несколько перспективных greenfield-проектов.

В 2013 г. Nord Gold увеличила производство золота на 29% год к году до 924,4 тыс. тройских унций. Роста добычи удалось достичь, главным образом, за счет ввода в эксплуатацию рудника Bissa (Буркина Фасо), доля которого в общем производстве за 2013 г. составила 27,4%. Для сравнения, крупнейшая российская золотодобывающая компания Polyus Gold в 2013 г. произвела 1,65 млн унций золота, а мировой лидер сектора, американская Barrick Gold, - 7,17 млн унций.

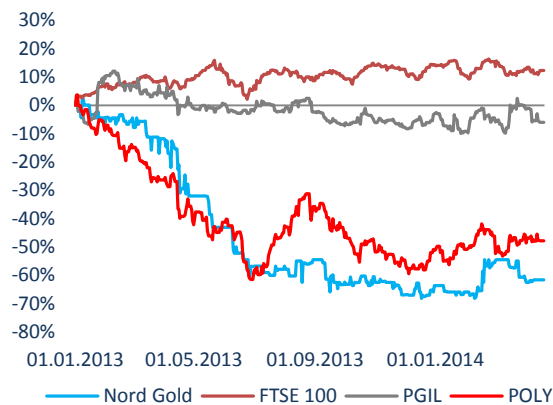
В 2014 г. Nord Gold прогнозирует выпуск золота на уровне 870-920 тыс. унций. Более низкий объем производства ожидается в связи с падением содержания золота в руде и, как следствие, снижением коэффициента извлечения. В I квартале 2014 г. компания произвела 211 тыс. унций золота (+15% квартал к кварталу). Если экстраполировать эти данные на весь год, то можно ожидать, что объем производства Nord Gold в 2014 г. снизится на 9% до 844 тыс. унций.

NORD GOLD: рыночные инструменты

GDR	Евробонд (USD)		
Тикер	NORD LI	ISIN	XS0923472814
Free-foat	14,60%	Купон	6,38%
Цена, \$	1,67	Погашение	05.07.2018
Мcap, \$ mn	632	Цена	91,0
EV, \$ mn	1 434	Доходность	8,50%

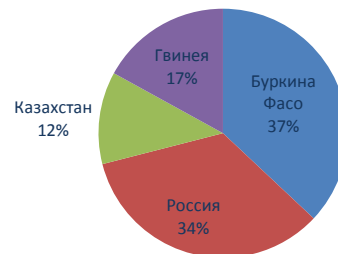
Источник: данные компании

Динамика котировок NORD, PGIL, POLY и индекса FTSE500



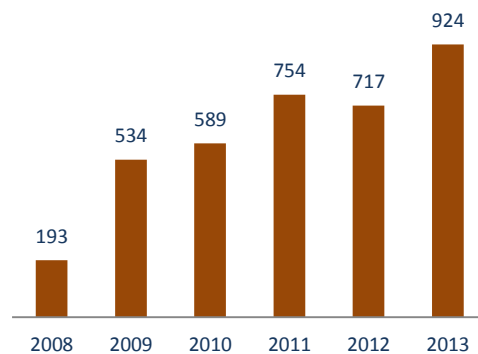
Источник: Bloomberg

География добычи Nord Gold



Источник: данные компании

Nord Gold: динамика объемов производства золота, тыс. унций



Источник: данные компании

Ресурсная база. В 2009 – 2012 гг. Nord Gold инвестировали около \$300 млн в разведку и оценку запасов и ресурсов текущих месторождений. В результате компания провела оценку по классификации JORC, чем существенно повысила степень достоверности справедливой оценки ее инвестиционной привлекательности. В настоящее время доказанные и вероятные (proven & probable) запасы золота на всех месторождениях Nord Gold составляют около 13 млн тройских унций, что соответствует 13 годам жизни рудников. Ресурсы компании (measured, indicated and inferred) составляют 35 млн унций. Для сравнения запасы золота компании Polyus Gold составляют около 83 млн тройских унций.

Цены на золото. Мы считаем, что перспективы и тенденции мирового рынка золота являются основными рисками для Nord Gold. В 2013 г. падение стоимости металла составило около 28%. Согласно консенсус-прогнозу ведущих инвестиционных домов, опубликованному агентством Bloomberg, в 2014-2015 гг. цены на золото сохранятся на текущем уровне, т.е. около \$1 300 за тройскую унцию. Вместе с тем, на наш взгляд, это можно трактовать как весьма оптимистичный прогноз.

Мы полагаем, что постепенное сворачивание программы количественного смягчения в США, в также восстановление экономики США при условии урегулирования Украинского кризиса окажет существенное давление на котировки золота. Мы не исключаем, что уже в 2014 г. цена на металл может приблизиться к \$1 100 - 1 000 за унцию. Мы ожидаем, что средняя цена золота за 2014 г. останется на уровне прошлого года, т.е. около \$1 200 за унцию. В дальнейшем мы прогнозируем постепенное снижение котировок.

Отметим, что с 2013 г. золотодобывающие компании начали публиковать удельный показатель All-in sustaining costs (AISC), который, в отличие от TCC, включает в себя не только денежные издержки, но и некоторые операционные затраты: SG&A, затраты на исследования, инвестиции на поддержание существующих мощностей и др. Согласно отчетам компаний, в 2013 г. средний показатель отрасли AISC составил \$1 100. Таким образом, учитывая ситуацию на рынке золота, к концу 2014 г. производство металла может находиться на грани рентабельности.

Финансовые показатели. В последние годы финансовые показатели Nord Gold ухудшались. Так, если в 2010-2011 гг. рентабельность EBITDA компании составляла 49%, то в 2013 г. данный показатель снизился до 33%, а в 2014 г., согласно консенсус-прогнозу Bloomberg, ожидается его дальнейшее ухудшение. Чистый убыток компании составил \$170 млн по сравнению с прибылью \$76 млн годом ранее. Убыток объясняется единовременным списанием из-за пересмотра балансовой стоимости материальных и нематериальных активов (включая разведочные и оценочные активы, запасы и прочие операционные активы). Пересмотр был вызван рядом причин, в том числе снижением цен на золото. В итоге данные действия привели в единичному неденежному списанию по итогам второго полугодия 2013 г. порядка \$54,5 млн, Списания за год составили порядка \$290,4 млн. Таким образом, чистая прибыль, скорректированная на списания составила \$118 млн.

Nord Gold: резервы и ресурсы золота, млн унций

	2013	2012
Reserves		
Proven	4,1	3,5
Probable	8,6	9,2
Proven+Probable	12,6	12,7
Resources		
Measured	5,0	4,2
Indicated	13,0	12,6
Measured+Indicated	17,9	16,7
Inferred	16,7	12,7
Total	34,7	29,5

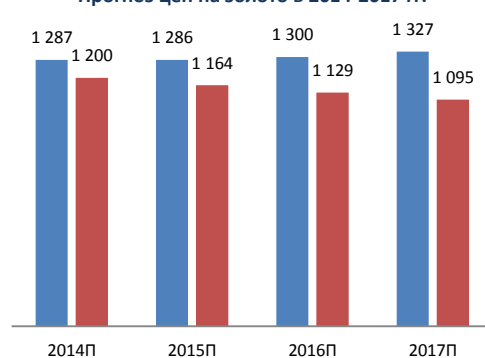
Источник: данные компании

Динамика цен на золото и котировок Nord Gold



Источник: Bloomberg

Прогноз цен на золото в 2014-2017 гг.



Источник: Bloomberg, Московские партнеры

Финансовые показатели

\$ mn	2013	2014П	%	2015П	%
Turnover	1 271	1 193	-6%	1 240	4%
EBITDA	421	341	-19%	339	-1%
% margin	33%	29%		27%	
Net income	-170	54	н/д	42	-22%
% margin		5%		3%	
FCF	314	48	-85%	55	15%

Источник: Bloomberg, Московские партнеры

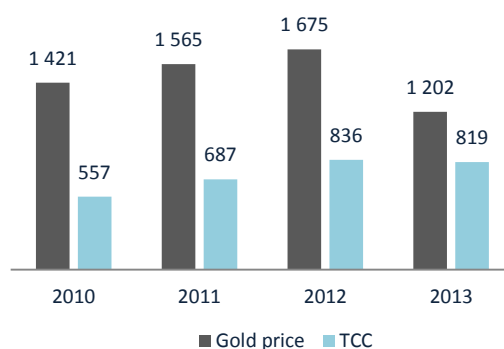
Свободный денежный поток компании оказался положительным на уровне \$152 млн благодаря снижению инвестиций и увеличению потока ликвидности от операционной деятельности. В 2014-2015 предполагается сохранение показателя свободного денежного потока также в положительной зоне, что говорит о способности компании без каких-либо затруднений обслуживать текущие обязательства, а также выплачивать дивиденды. Напомним, что несмотря на отказ Nord Gold выплачивать финальные дивиденды за 2013 г., компания выплатила промежуточные дивиденды в объеме \$29 млн, что соответствует дивидендной политике Nord Gold направлять на выплаты 30% годовой скорректированной чистой прибыли.

Контроль над издержками, по нашему мнению, находится в компании на довольно высоком уровне. Так, показатель ТСС в 2013 г. снизился на 2% и составил \$819 на унцию. При том, что цена на золото за этот же период упала на 28%, жесткий контроль над затратами позволил компании минимизировать потери в рентабельности.

Долговая нагрузка. На конец 2013 г. чистый долг Nord Gold составил \$724 млн, а соотношение чистого долга к EBITDA – 1.7, что говорит о комфортной долговой нагрузке.

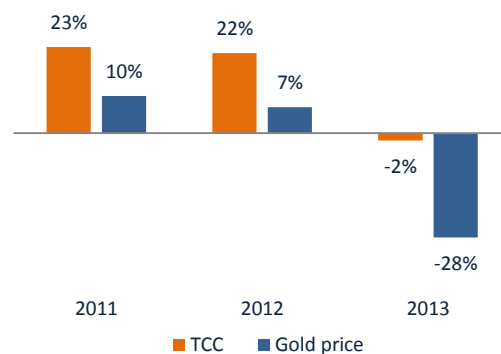
В марте 2014 г. Nord Gold привлекла 5-летний кредит Сбербанка на сумму \$500 млн для рефинансирования текущей задолженности. На наш взгляд, кредит привлечен своевременно, поскольку короткие обязательства перед банками (которые погашаются в 2014 г.), составили около 70% относительно общей банковской задолженности компании.

Nord Gold: величина ТСС и цен на золото в 2010-2013 гг.



Источник: Bloomberg, данные компании

Nord Gold: изменения ТСС и цен на золото в 2011-2013 гг.



Источник: Bloomberg, данные компании

Nord Gold: сравнение с аналогами по мультипликаторам

	EV/EBITDA		P/E		EV/Reserves	EV/Output
	2014E	2015E	2014E	2015E		
Polymetal Int.	8,7	7,9	17,1	15,4	62,7	4 068
PolyusGold Int.	12,1	11,2	24,4	22,2	581,5	5 991
Nord Gold	4,2	4,2	11,8	15,0	113,9	1 551
Median	8,7	7,9	17,1	15,4	113,9	4 068
Newmont	9,5	6,7	31,1	16,6	210,8	4 116
AngloGold	5,8	5,9	150,2	174,8	52,9	952
GoldFields	4,9	5,0	20,7	22,4	92,2	2 510
Barrick Gold	7,8	6,9	21,8	15,0	242,2	4 729
Harmony Gold	5,3	4,8	60,1	40,0	29,0	1 321
Kinross Gold	5,6	5,5	28,0	26,1	103,2	2 354
Goldcorp	12,7	8,9	39,3	23,6	328,6	8 245
Median	5,8	5,9	31,1	23,6	103,2	2 510

Источник: Bloomberg, Московские партнеры

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях, ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и компания «Московские партнеры» не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. Компания «Московские партнеры» не обязана обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако компания имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или приводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения компании «Московские партнеры». Компания «Московские партнеры» не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки (прямые или косвенные), причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений, принятых на основании данной информации.