

## СЕЛИГДАР: ЗОЛОТОЙ ДЕБЮТ

Селигдар в конце марта – начале апреля текущего года планирует провести размещение золотых облигаций – дебютного для локального рынка инструмента.

Селигдар – один из крупнейших производителей золота в России, входящий в топ-10 по объему добычи, с достаточно крепким кредитным профилем.

Выпуск золотых облигаций для производителя золота – это естественный хедж от волатильности цен на ключевую продукцию. Основу долга компании (40% за 9М22) уже составляет золотой заем. Размещение золотых облигаций позволит рефинансировать его часть, подлежащую погашению в 2023 г., и тем самым эффективно удлинить. При этом высокая доля золотого долга в портфеле компании – производителя золота оказывает позитивное влияние на оценку ее кредитного качества.

В данном отчете мы рассматриваем особенности золотых облигаций как инструмента (стр. 1), качество кредитного профиля компании (стр. 2) и компоненты, из которых складывается доход по облигации (стр. 5).

### Механика инструмента

Номинальная стоимость каждой облигации, рассматриваемая в качестве условной денежной единицы, составляет 1 грамм золота. Денежный эквивалент номинальной стоимости выражается в российских рублях и определяется по учетной цене на золото, установленной Банком России в соответствии с официальным порядком установления Банком России учетных цен на золото, на третий день, предшествующий дате определения денежного эквивалента номинала (Т-3).

Учетная цена устанавливается ЦБ каждый рабочий день и рассчитывается, исходя из:

- действующего на момент расчета значения фиксинга на золото на лондонском рынке наличного металла «спот» (LBMA Gold Price),
- официального курса доллара США к российскому рублю на день, следующий за днем установления учетных цен.

В ходе сбора книги заявок будет также определена ставка купона.

Диаграмма 1. Расчет учетной цены ЦБ РФ на золото



Учетная цена ЦБ РФ на золото (за 1 грамм)



Фиксинг на золото LBMA GOLD PRICE (за 1 тройскую унцию)



Официальный курс USD/RUB ЦБ РФ



Конвертация в граммы из тройских унций (1 тройская унция = 31,1035 грамм)

### Золотые облигации в мире

На текущий момент золотые облигации наиболее широко представлены в Индии и Турции. Обе страны, не будучи крупными производителями золота, являются его крупными импортерами. Обе страны также занимают высокие позиции в рейтинге по объему золота в резервах центральных банков. Кроме этого, их внутренние рынки золота и ювелирных украшений являются крупными (см. Приложение 1).

Имеющиеся в обращении выпуски золотых облигаций Индии и Турции представляют собой суверенные займы. Подробнее об особенностях обращающихся инструментов и их ценообразовании (см. Приложение 2).

**Андрей Кулаков, CFA, FRM**

+7 (499) 277 25 30

Andrey.Kulakov@gazprombank.ru

**Юрий Голбан**

+7 (495) 287 61 00 доб. 5-6453

Yuriy.Golban@gazprombank.ru

**Александр Камышанский**

+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 05 97)

Aleksandr.S.Kamyshanskiy@gazprombank.ru

**Анастасия Кравцова**

+7 (495) 287 61 00 (доб. 1 08 25)

Anastasiya.N.Kravtsova@gazprombank.ru

## А что в России?

**Россия является одной из стран-лидеров на рынке золота.** По объему производства она занимает второе место в мире (330,9 тонн в 2021 г.), лишь немного уступая Китаю (332 тонны). По показателю себестоимости производства большинство крупных российских производителей находятся в нижнем квартиле. Объем золотых резервов ЦБ РФ (5-е место в мире) существенно превышает показатель Индии (в 3 раза) и Турции (в 5 раз).

Однако традиционно большую часть добытого золота Россия экспортировала (302 тонны в 2021 г., 91% добычи). Внутренний оборот золота в РФ был заметно ниже, но многократно (в 15 раз) увеличился в 2022 г., когда население купило 75 тонн золота (5 тонн годом ранее). При этом показатель Индии все равно существенно выше – более 610 тонн (2021).

Несмотря на сильные фундаментальные характеристики рынка золота РФ и возросшую популярность данного инструмента<sup>2,3,4</sup>, рынок золотых облигаций в России пока отсутствует. **Облигации Селигдара фактически открывают дверь для его развития.**

## Выпуск золотых облигаций Селигдара

**Селигдар – один из крупнейших производителей золота в России и крупнейший производитель рудного олова**

По итогам 2022 г. компания произвела и реализовала 7,6 т золота (+6% г/г), а также 2,9 тыс. т олова в концентрате. По объемам **запасов золота компания входила в топ-5** в России с 272 т (включая лицензию на месторождение Кючус), а **по объемам запасов олова (405 тыс. т) – в топ-5 в мире**<sup>5</sup>.

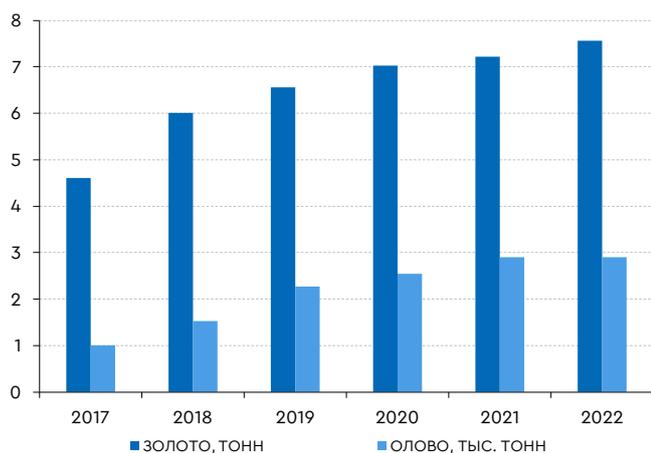
Активы компании расположены в Якутии, Бурятии, Алтайском крае, Оренбургской области, на Чукотке и в Хабаровском крае и включают в себя два комплекса по добыче олова и восемь золотодобывающих комплексов.

**Крупнейшими бенефициарами компании на 31 декабря 2022 г. были:** ООО «Максимус» с долей около 50,6%, президент компании Бейрит К.А. (7,1%), генеральный директор Татаринов С.М. (5,7%), АО «Трежери Инвест» (5,8%). Еще около 30,8% акций находится в свободном обращении.

## Компания демонстрирует высокие темпы роста

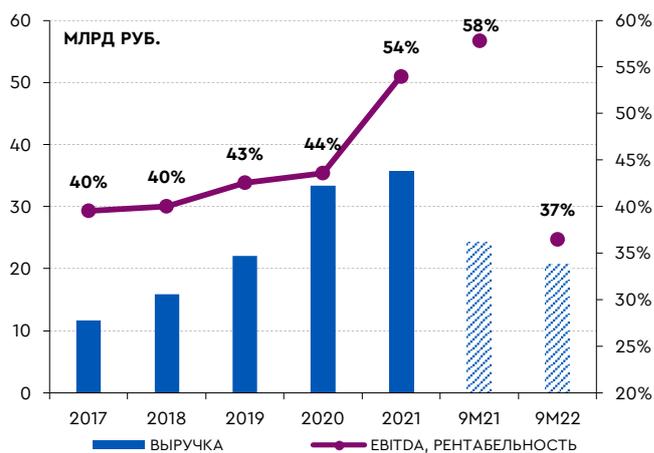
На фоне увеличения объемов производства (Диаграмма 2) **выручка компании за последние 5 лет выросла более чем в 3 раза** (до 35,6 млрд руб. по итогам 2021 г.), ее CAGR за 2017–2021 гг. составил 32%. Показатель **ЕБИТДА** за тот же период **увеличился более чем в 4 раза** до 19,2 млрд руб. по итогам 2021 г., CAGR составил 43%. **Рентабельность компании стабильно превышает 40%**, а по итогам 2021 г. установила рекорд – 54% (Диаграмма 3).

Диаграмма 2. Динамика объемов производства



Источник: данные компании

Диаграмма 3. Динамика выручки и рентабельности по ЕБИТДА



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

<sup>1</sup> World Gold Council

<sup>2</sup> <https://www.kommersant.ru/doc/5875011>

<sup>3</sup> <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2023/01/12/958734-grazhdane-kupili-rekordnoe-kolichestvo-slitkov>

<sup>4</sup> <https://www.kommersant.ru/doc/5594761>

<sup>5</sup> Данные по запасам на 01.01.2023 г.

Параметры обновленной стратегии развития до 2030 г. предполагают **рост производства золота до 20 т в год, олова – до 16 тыс. т в год**. При этом предполагается **удержание рентабельности по EBITDA на уровне не ниже 40%**, а показателя **«долг/EBITDA» – не выше 2,0х**.

Ключевыми перспективными проектами компании являются:

- Строительство **золотоизвлекательной фабрики на месторождении Хвойное**, мощностью 3 млн т руды в год с планируемым вводом в эксплуатацию в 2024 г.
- **Разработка месторождения Кючус** (запасы золота – 175 т), лицензию на которое компания выиграла в конце 2021 г. Ожидаемый объем добычи после выхода на проектную мощность в 2029 г. составляет не менее 10 т золота в год. Предварительная оценка инвестиций в геологоразведку (2022–2024 гг.) – 2,8 млрд руб. (с учетом НДС).
- **Разработка месторождения Пыркакайские штокерки** – одного из крупнейших месторождений олова в России (запасы олова – 243 тыс. т, триоксида вольфрама – 16 тыс. т). Реализация проекта запланирована на период до 2030 г., ожидаемый объем добычи после выхода на проектную мощность – 6 млн т руды. Объем инвестиций оценивается в 10,1 млрд руб. (в рамках соглашения с АО «Корпорация развития Дальнего Востока и Арктики»).

**Накопленный к концу 3К22 запас готового к реализации золота ухудшил результаты 9М22, но был полностью реализован в 4К22**

**Последняя представленная финансовая отчетность компании – за 9М22.** Выручка в отчетном периоде снизилась на 14% г/г до 20,7 млрд руб. за счет сокращения доходов от продаж золота (-22% г/г до 14,7 млрд руб.). Последнее является **разовым фактором и связано с формированием существенного остатка готового к реализации золота** (1,4 т, что эквивалентно 4,3 млрд руб. на дату отчетности), который, как следует из операционных результатов за 2022 г., **был в полном объеме реализован в 4К22**.

Воздействие на результаты также оказало наблюдаемое в 3К22 локальное снижение цен на золото (до ~1650 долл./унц.) и укрепление рубля (до уровня ниже 60 руб./долл.). Отметим, что **начиная с 4К22 рублевый эквивалент цены на золото уверенно растет**, прибавляя к настоящему моменту ~60%, что позднее найдет свое отражение и в финансовых результатах компании.

**Выручка оловодобывающего дивизиона выросла на 22% г/г до 4,6 млрд руб. и частично компенсировала снижение в золотодобывающем дивизионе.** На фоне указанного выше локального фактора консолидированный показатель EBITDA за 9М22 сократился на 46% до 7,6 млрд руб., а рентабельность временно опустилась до 37%.

**Таблица 1.** Селигдар: финансовые результаты по МСФО, млрд руб.

	2018	2019	2020	2021	Г/Г	9М22	ИЗМ
Выручка	15,9	22,1	33,3	35,6	7%	20,7	-14%
EBITDA	6,4	9,4	14,5	19,2	33%	7,6	-46%
Активы	51,2	57,7	75,4	85,3	13%	110,8	30%
Капитал	0,0	21,3	23,1	31,5	37%	35,7	13%
Чистый долг	17,0	24,2	37,1	38,4	3%	46,4	21%
Операционный денежный поток	1,2	-0,9	10,7	7,3	-32%	-3,3	-146%
Приобретение основных средств и НМА	-2,1	-3,1	-4,3	-8,6	98%	-13,9	101%
СДП	-0,8	-4,0	6,4	-1,3	-120%	-17,2	-
EBITDA, рентабельность	40%	43%	44%	54%		37%	
Чистый долг/EBITDA (расчетный)	2,7	2,6	2,6	2,0		3,6	
Чистый долг/EBITDA (ковенантный)	2,3	2,4	2,4	1,9		3,1	
СДП/Чистый долг	-5%	-16%	17%	-3%		0%	

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

**Увеличение инвестиций привело к росту долга, но негативный эффект будет временным**

**Селигдар в последние годы демонстрировал активный рост инвестиций** (Таблица 1), в частности в 2022 г. компания приобрела лицензию на месторождение Кючус, что вкупе с временным ослаблением финансовых результатов привело к формированию отрицательного денежного потока в -17,2 млрд руб. по итогам 9М22.

В 3К22 компания провела **допэмиссию** в пользу существующих акционеров и тем самым **привлекла 1,9 млрд руб. для финансирования капвложений**.

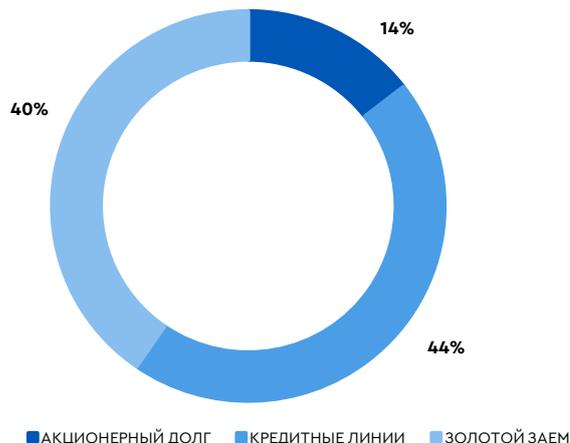
Тем не менее по итогам 9М22 чистый долг компании (Диаграмма 4) достиг 46,4 млрд руб. (38,4 млрд руб. в 2021 г.), а долговая нагрузка – 3,6х (2,0х на конец 2021 г.). При этом показатель ковенантной долговой нагрузки находится на уровне 3,1х (1,9х на конец 2021 г.).

По заявлению компании, 2022 год является локальным пиком инвестиций в силу существенных вложений в приобретение лицензий, проекты развития и техническое перевооружение. При этом **начало разработки следующих крупных проектов и, соответственно, капитальных вложений ожидается не ранее 2026 г.**

Мы полагаем, **в среднесрочной перспективе Селигдар сможет снизить долговую нагрузку и удержать ее в пределах 2,0–2,5х.**

**Диаграмма 4. Динамика долговой нагрузки**


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

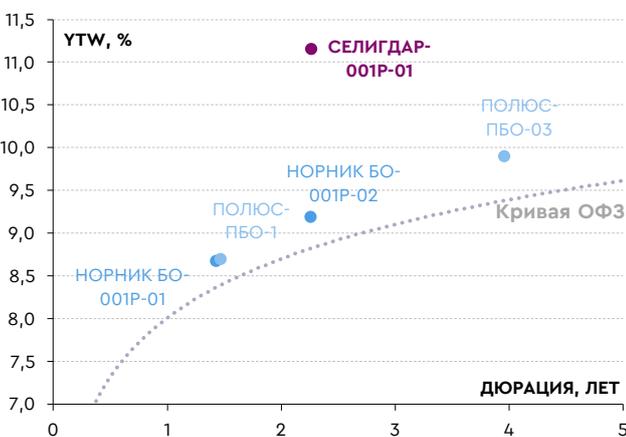
**Диаграмма 5. Структура долга (9М22)**


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

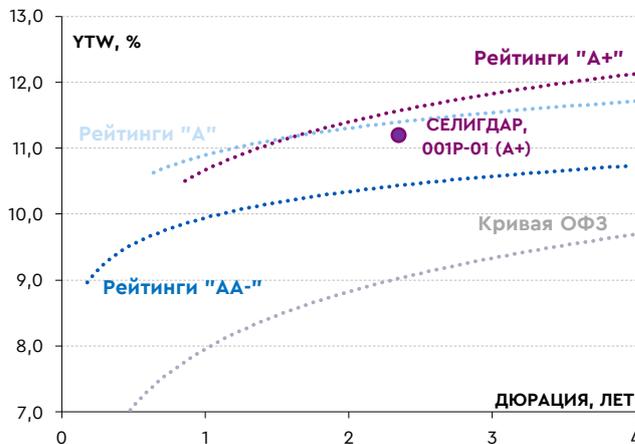
**В структуре долга доминирует золотой заем, являющийся естественным хеджем**

По итогам 9М22 основу долга компании составляли (Диаграмма 5):

- **Золотой заем в объеме 6,6 т, или 20,0 млрд руб.** (40% общего долга), со ставкой купона 4,95%. Компания привлекла его в 2019 г. со сроком погашения 5 лет и выплачивает тело долга и проценты физическим золотом из собственного производства, что для нее является эффективным хеджем от волатильной конъюнктуры цен на рынке.
- **Акционерные займы объемом 7,6 млрд руб.** (15%).
- **Возобновляемые кредитные линии объемом 22,4 млрд руб.** (44%), в том числе субсидируемые кредиты, выдаваемые системообразующим организациям.

**Диаграмма 6. Рублевые облигации Селигдара в сравнении с другими производителями золота / цветных металлов**


Источник: Sbonds, Московская Биржа

**Диаграмма 7. Рублевые облигации Селигдара в сравнении с компаниями сопоставимых рейтингов**


Источник: Sbonds, Московская Биржа

### Риск рефинансирования мы оцениваем как низкий

На конец 9М22 краткосрочный долг компании составлял 20,8 млрд руб., или 42,6% всего долга, и с запасом покрывался доступными кредитными линиями (42,4 млрд руб.). Более того, в ноябре компания разместила трехлетние облигации на 10 млрд руб. под 10,8% (см. карту рынка сопоставимых облигаций на Диаграммах 6 и 7) и **использовала данные средства для рефинансирования краткосрочного долга** в части указанных выше возобновляемых кредитных линий.

### Сохранение доли золотого долга в портфеле производителя золота позитивно влияет на оценку его кредитного качества

Компания планирует направить средства от размещения золотых облигаций на рефинансирование той части золотого кредита, который подлежит погашению в 2023 г. По данным инвесторской презентации, объем таких погашений составляет 14,2 млрд руб. Таким образом, прогнозируемый общий объем заимствований компании в золоте может составить до 15 млрд руб., что является эквивалентом 3,1 т золота<sup>6</sup> и **соответствует объему, добываемому компанией менее чем за полгода**. Объявленные предварительные параметры дебютного выпуска золотых облигаций предполагают объем размещения до 3 млрд руб. на срок 5 лет.

### Подход к оценке золотых облигаций

Исходя из структуры выпуска, в рублевом выражении доход инвесторов в золотые облигации Селигдара будет складываться из **трех основных компонент** (Диаграмма 8):

- изменение номинала в зависимости от **динамики цены на золото**,
- изменение номинала в зависимости от **динамики курса рубля к доллару**,
- **купонный доход**, который, несмотря на фиксированную ставку, будет зависеть от первых двух компонент.

Рассмотрим каждую из них подробнее.

Диаграмма 8. Компоненты дохода



#### 1. Динамика цен на золото и их прогноз

По итогам 2022 г. средняя цена золота составила около 1 800 долл./унц. на фоне ускорения восстановительного роста глобального спроса (+18% г/г до 4 741 т) после просадки в 2020 г. и при умеренном увеличении объема предложения (+2% г/г до 4 754 т). Скачок спроса объясняется значительными объемами покупок золота центральными банками в резервы (+15% г/г до 1 136 т), а также всплеском инвестиционного спроса (+10% г/г до 1 107 т).

Мы ожидаем, что в ближайшие годы золото продолжит расти в цене. Рыночный консенсус средней цены на золото на 2023 г. находится у отметки 1 990 долл./унц. (+11% к уровню на конец 2022 г.) с последующим повышением до ~2 200 долл./унц. к 2027 г. (+22% к 2022 г.). Можно выделить следующие факторы поддержки цен:

- дальнейший рост **инвестиционного спроса на золото** (слитки и монеты);
- **мировые ЦБ, скорее всего, продолжают закупать золото** в резервы существенными объемами, хотя и не такими масштабными, как в 2022 г.;

<sup>6</sup> По учетной цене на золото ЦБ РФ на дату публикации отчета.

- продолжение циклического **восстановления спроса на ювелирную продукцию**, в основном в Китае;
- добыча золота может немного увеличиться, однако **растущие издержки** производства будут способствовать повышению котировок золота.

**Диаграмма 9. Динамика цен на золото**


Источник: открытые источники

**Таблица 2. Прогноз курса USD/RUB и цены на золото**

	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П
<b>Прогноз ГПБ USD/RUB (на конец года)</b>	68,7	71,2	74,0	77,0	80,0
<b>Цена на золото (консенсус рынка), долл./тр. унц.</b>	1 990	2 041	2 124	2 164	2 205

Источник: открытые источники, оценка ГПБ

## 2. Динамика рубля

Поскольку инвесторами в золотые облигации выступают локальные участники, функциональной валютой для них является российский рубль. Тот факт, что цена золота номинирована в долларах, означает, что даже при ее стабильности **ослабление рубля будет способствовать положительной переоценке вложений**, а его укрепление – отрицательной.

Например, **по итогам 2022 г. данный фактор привел к высоким доходам от инвестиций в юаневые и замещающие облигации**, появление которых на рынке происходило в период ослабления рубля.

Несмотря на резкий скачок курса в 1K23, мы ожидаем его возврата в 2023 г. ниже отметки 70 руб./долл. При этом на горизонте предполагаемого обращения выпуска облигаций **российский рубль будет иметь умеренную тенденцию к ослаблению** (Диаграмма 10). Ключевым фактором, который будет этому способствовать, является сжатие профицита текущего счета.

По нашей оценке, ближе к предполагаемому сроку погашения облигаций рубль может ослабнуть до ~80 руб./долл. Это **добавляет привлекательности валютным и золотым облигациям для рублевых инвесторов**.

## 3. Ставка купона

Ставка купона будет установлена по итогам сбора книги заявок. Обратим внимание, что несмотря на то, что ставка будет фиксированной, величина фактической выплаты будет зависеть от номинала, меняющегося в зависимости от динамики цен на золото и курса рубля.

## ПРИЛОЖЕНИЕ 1.

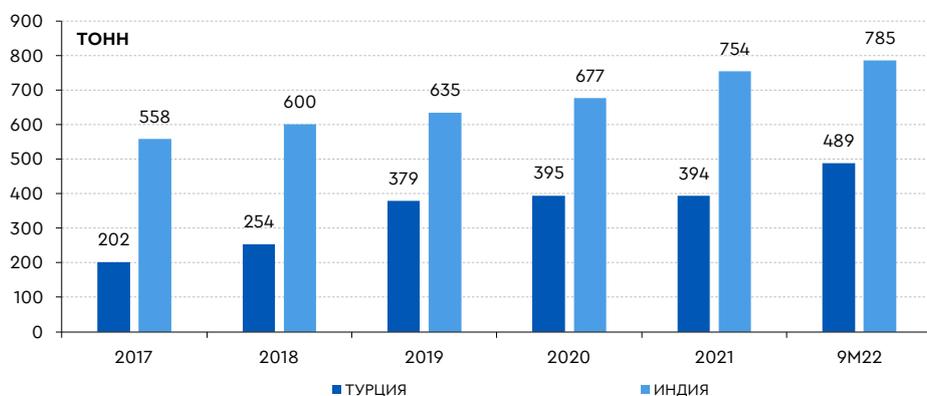
### Мировой опыт

На текущий момент золотые облигации наиболее **широко представлены на рынках Индии и Турции.**

Обе страны, не являясь крупными производителями золота, позиционируются как его **крупные импортеры.** Индия ежегодно занимает вторую строчку по объему импорта золота, уступая лишь Швейцарии. В натуральном выражении страна ежегодно импортирует 800–1 000 тонн<sup>7</sup>. Турция стабильно входит в ТОП-10 крупнейших импортеров, последние годы ежегодный объем импорта колеблется в диапазоне 300–500 тонн.

Более того, **обе страны занимают высокие позиции в рейтинге стран по объему золота в резервах центральных банков** – на конец 3К22 золотые резервы Индии составляли 785 тонн (9 место), а Турции – 489 тонн (12 место), нарастив их на четверть с начала года. В ретроспективе (Диаграмма 10) видно, что динамика запасов положительна у обеих стран.

**Диаграмма 10.** Динамика золотых резервов центральных банков



Источник: World Gold Council

**Внутренние рынки золота и ювелирных украшений в этих странах являются крупными.** В частности, в феврале 2022 г. министр финансов Турции оценил<sup>8</sup> объем физического золота у населения (включая украшения) примерно в 5 тыс. тонн, что более чем в 10 раз превышает государственные золотые резервы. Внутренний рынок золота Индии еще более емкий – по оценкам экспертов<sup>9</sup>, на май 2019 г. население держало на руках 25 тыс. тонн золота в различном виде, что на тот момент примерно в 40 раз превышало объем резервов Центрального банка.

**Золото занимает важное место в культуре этих стран,** являясь символом богатства, неотъемлемой частью традиций (например, подарки при рождении ребенка или на свадьбу и т.д.) и популярным средством сохранения накоплений.

Внушительный внутренний рынок золота и большой запас физического золота у населения стали **базой для развития рынка облигаций,** который позволяет решить несколько задач.

#### Для населения это:

- снижение издержек хранения золота,
- диверсификация инструментов инвестирования,
- получение дополнительного дохода.

#### Для государства:

- пополнение резервов в золоте и, как следствие, поддержка национальной валюты,
- возможность заимствований под более низкие ставки.

<sup>7</sup> <https://www.trademap.org/>

<sup>8</sup> <https://www.kitco.com/news/2022-02-10/Turkey-wants-billions-worth-of-under-the-mattress-gold-back-in-the-financial-system-as-it-fights-inflation-currency-devaluation.html>

<sup>9</sup> <https://www.businesstoday.in/latest/economy-politics/story/indian-households-have-stocked-up-to-25000-tonnes-of-gold-world-gold-council-202147-2019-05-21>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2.

### Рынок золотых облигаций в Индии и Турции

Развитие рынка золотых облигаций в обеих странах началось не так давно. Первые бумаги в Индии появились в 2015 г., в Турции – в 2017 г. Инструменты в этих странах имеют много общего, однако есть и различия. Мы сравниваем их особенности в Таблице 3.

Таблица 3. Сравнение золотых облигаций в Турции и Индии

	ТУРЦИЯ	ИНДИЯ
<b>ЭМИТЕНТ</b>	Минфин Турции	Резервный Банк Индии (RBI) от имени правительства Индии
<b>ТИП ИНСТРУМЕНТА</b>	Суверенный; Золотые облигации и лизинговые сертификаты (lease certificates). Последние выпускаются по исламскому праву и представляют собой сукук.	Суверенный; Золотые облигации.
<b>ОБЪЕМ РЫНКА</b>	~15 млрд долл., что эквивалентно ~16% объема внутренних гособлигаций в обращении; Доля в объеме госразмещений в 2022 г. составила ~6,5%.	Объем рынка золотых облигаций в обращении составляет ~7 млрд долл., на их долю приходится менее 1% общего объема рынка внутреннего государственного долга.
<b>БАЗА ИНВЕТОРОВ</b>	Первый выпуск облигаций был осуществлен в 2017 г. для индивидуальных инвесторов. Для институциональных инвесторов бумаги выпускаются с 2019 г.	Физические лица, а также несколько типов институциональных инвесторов: трасты, университеты и благотворительные фонды.
<b>РАЗМЕЩЕНИЕ</b>	Первичное размещение происходит в обмен на физическое золото, в том числе на украшения из него. При этом собранное золото переплавляется в стандартные золотые слитки и учитывается на счетах Казначейства Турции в Центральном банке страны.	Оплата при покупке золотых облигаций производится в индийских рупиях наличными. Номинал выражен в граммах золота: минимально допустимая инвестиция – 1 грамм, максимально – 4 кг в течение фискального года для физлиц и 20 кг – для институциональных инвесторов. Первичная продажа облигаций происходит через широкую сеть: Акционерную холдинговую корпорацию Индии, Клиринговую корпорацию Индии, банки, почтовые отделения.
<b>ЦЕНА РАЗМЕЩЕНИЯ</b>	Инвесторы получают 1 000 бумаг на 1 грамм чистого (100%) золота в соответствии с качеством (пробой) сданного золота.	Определяется на основе средней дневной цены закрытия золота 999 пробы за последние три рабочих дня до периода подписки, публикуемой IBJA (Indian Bullion and Jewellers Association).
<b>СРОК ОБРАЩЕНИЯ</b>	от 1 до 3 лет	8 лет с возможностью как досрочного погашения (пут-опцион), так и пролонгации.
<b>ВТОРИЧНОЕ ОБРАЩЕНИЕ</b>	Владельцы имеют право продать или передать золотые облигации или лизинговые сертификаты другому инвестору до даты погашения, предусмотрен листинг на Стамбульской фондовой бирже.	Инструменты можно приобрести и продать на Бомбейской и Национальной фондовых биржах (BSE и NSE).
<b>ВЫПЛАТА ПРОЦЕНТОВ</b>	Купонные платежи выплачиваются в турецких лирах, а рассчитываются по цене закрытия золота на Лондонской бирже в предшествующий дате платежа рабочий день.	Выплаты купонов производятся в рупиях.
<b>ВЫПЛАТА НОМИНАЛА</b>	Выплата номинала производится в граммах золота путем перевода на золотые счета инвесторов. По запросу инвестора основная сумма может быть выплачена физическим золотом или золотыми монетами.	Погашение осуществляется в рупиях на основе простой средней цены закрытия золота 999-й пробы за предыдущие три рабочих дня, опубликованной IBJA.
<b>НАЛОГООБЛОЖЕНИЕ</b>	Золотые облигации и лизинговые сертификаты не облагаются налогом с 2017 года.	Процентные выплаты по золотым облигациям облагаются подоходным налогом, однако инвесторы освобождаются от налога на прирост капитала при погашении.
<b>СТАВКА КУПОНА</b>	Варьируется от выпуска, в основном в диапазоне 1,5–3,0%.	Фиксированная – 2,5% (от цены размещения).

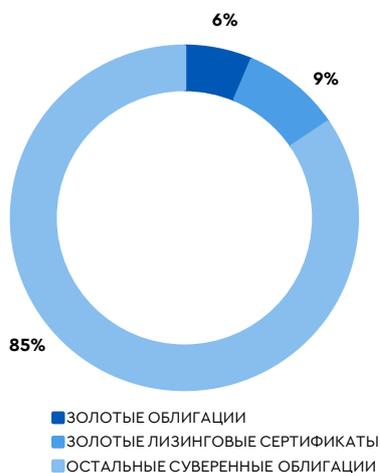
Источники: Минфин Турции, Минфин Индии, Резервный Банк Индии, открытые источники

**Отдельно стоит остановиться на ставке купона.** Золото традиционно воспринимается в качестве инструмента защиты от инфляции. Принимая во внимание данный факт, ориентиром для оценки уровней купона мы рассматриваем государственные облигации, индексированные на инфляцию.

Динамика ставок купонов по инфляционным линкерам и золотым облигациям Турции в момент размещения приведена на Диаграмме 12. В целом они сопоставимы, хотя в ряде случаев отличаются на 50–70 б.п., что отчасти объясняется разной дюрацией предложения – золотые бумаги размещаются на срок от 1 до 3 лет, а инфляционные – на 5–15 лет. В основном ставки по золотым облигациям сконцентрированы в диапазоне 1,5–2,5%, хотя реальная нейтральная процентная ставка в Турции (по оценке МВФ от 2021 г.) составляет 3–4%.

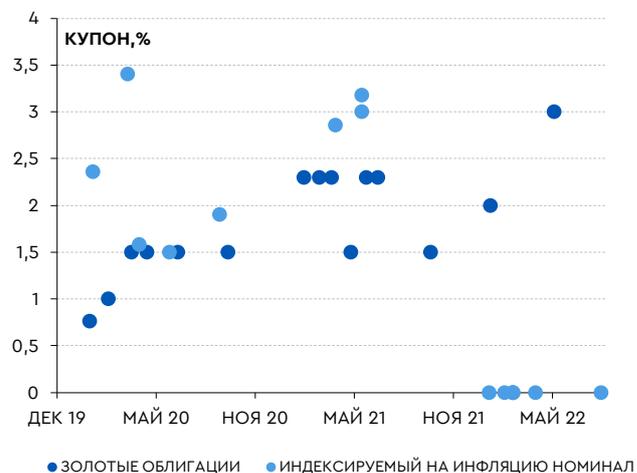
В Индии ставка золотых облигаций, размещенных после 2017 г., устанавливалась на уровне 2,5% и в среднем была ниже сопоставимых по дюрации локальных суверенных выпусков в рупиях примерно на 5 п.п. В отсутствие инфляционных линкеров на рынке госдолга Индии ориентиром для сравнения может служить реальная нейтральная процентная ставка по прогнозу Резервного банка страны – 0,8–1,0%.

**Диаграмма 11.** Структура рынка локальных государственных облигаций Турции на конец 2022 г.



Источник: Минфин Турции, Sbonds, оценки Газпромбанка

**Диаграмма 12.** Динамика устанавливаемых купонов при размещениях



Источник: Минфин Турции, Sbonds, оценки Газпромбанка

## ПРИЛОЖЕНИЕ 3.

### Доступные «золотые» продукты

По нашей оценке, основной спрос на золотые облигации предъявляют частные инвесторы, для которых они станут важным дополнением к уже имеющимся предложениям на рынке. Основные факторы привлекательности и риска между различными классами инструментов мы приводим в Таблице 4.

Таблица 4. Сравнение ключевых «золотых» продуктов, доступных российским инвесторам

ФАКТОР	ЗОЛОТЫЕ ОБЛИГАЦИИ	ЗОЛОТО И ЗОЛОТЫЕ МОНЕТЫ	ОБЕЗЛИЧЕННЫЕ МЕТАЛЛИЧЕСКИЕ СЧЕТА	ETF И ПИФЫ	АКЦИИ ЗОЛОТОДОБЫВАЮЩИХ КОМПАНИЙ	ФЬЮЧЕРСЫ НА ЗОЛОТО
ДОХОД ОТНОСИТЕЛЬНО ФАКТИЧЕСКОЙ ДОХОДНОСТИ ЗОЛОТА	Выше	Ниже	Ниже	Ниже	Может быть как выше, так и ниже	Ниже
БЕЗОПАСНОСТЬ	Высокая	Риск обращения с физическим золотом	Высокая	Высокая	Инфраструктурные риски вложений в акции иностранных компаний	Высокая
СТОИМОСТЬ ХРАНЕНИЯ / ТРАНЗАКЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ	Низкая	Высокая	Высокая (bid-ask спред)	Низкая	Низкая	Низкая
ЧИСТОТА ЗОЛОТА	-	Является риском	-	-	-	-
ЛИКВИДНОСТЬ	Высокая	Условная	Высокая	Высокая	Высокая	Высокая
СПЕЦИФИЧНЫЙ РИСК	Кредитный риск эмитента	Безопасность актива	Риск банкротства банка, где открыт счет	Риск провайдера / УК	Корпоративный риск эмитента	-

Источник: ЦБ, данные банков и провайдеров услуг, оценки Газпромбанка

#### Удобный номинал

Важным фактором привлекательности золотых облигаций как инструмента сбережений населения является размер лота. Здесь работает принцип «размер имеет значение», только в обратном смысле.

В странах с широким распространением данного актива (Турция, Индия) размер лота (эквивалент 1 грамма золота) комфортно вписывается в базовый принцип аллокации на пенсионные сбережения, рекомендуемый откладывать 10% дохода. Согласно официальным данным, в Турции цена одного лота соответствует 1,7% среднегодового дохода на душу населения. В Индии уровень выше (7,6%) из-за значительно более низкого уровня дохода населения.

В России по текущим ценам один лот будет соответствовать чуть менее 1% среднегодового дохода. Такой уровень делает облигации комфортными для широкого круга инвесторов.

**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2023. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

**Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, но была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стенок»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимальной возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальными, случайными, сопутствующими, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной инвестиционной рекомендации/конкретного инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1833) или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.