

Ренессанс Капитал

Алексей Моисеев
+7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Николай Подгузов
+7 (495) 783 5673
NPodguzov@rencap.com

Петр Гришин, CFA
+7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Максим Раскоснов
+7 (495) 725 5227
MRaskosnov@rencap.com

Андрей Марков
+7 (495) 725 5229
AMarkov@rencap.com

Екатерина Малофеева
+7 (495) 258 7703
KMalofeeva@rencap.com

Олеся Черданцева
+7 (495) 783 5693
OCherdantseva@rencap.com

Стратегия на 2009 год Жизнь в ледниковый период



Ренессанс
Капитал

Стратегия на 2009 год Жизнь в ледниковый период

- **Макроэкономика.** Мы считаем, что следующий год станет переломным для экономики – с очень мрачным началом и впечатляющей концовкой. Мы твердо убеждены, что в середине 2009 г. настроения будут кардинальным образом отличаться от нынешних.
- **Прогноз курса рубля.** Очевидно, что курс рубля должен быть приведен в соответствие новым реалиям мировой экономики. На наш взгляд, национальную валюту ждет девальвация в начале 2009 г., а максимальное ослабление – до 32 руб. за доллар США – будет зафиксировано уже в первом квартале.
- Планы правительства по переходу к инфляционному таргетированию, по нашему мнению, могут быть реализованы гораздо раньше, чем в 2011 г., как предполагалось изначально.
- **Рынок рублевых долговых инструментов.** В последние месяцы говорить о нормальном функционировании внутреннего денежного и долгового рынков не приходится. Тем не менее, в следующем году привлекательность рынка рублевых облигаций может существенно возрасти, но мы полагаем, что для этого потребуются его полная перестройка.
- **Рынок еврооблигаций.** С нашей точки зрения, нынешние расширенные спреды суверенных обязательств не соответствуют фундаментальным характеристиками российской экономики и уровню долговой нагрузки государства. Мы ожидаем сокращения суверенных спредов в 2009 г. не менее чем на 200 б. п.
- Главным фактором агрессивных продаж еврооблигаций российских корпоративных эмитентов является вынужденное закрытие длинных позиций западными фондами.
- При установившихся минимальных уровнях доходностей в 15-20% еврооблигации российских компаний представляются нам наиболее интересной инвестиционной возможностью на российском финансовом рынке. В настоящем обзоре мы представляем наиболее перспективные торговые идеи.
- **Банковская система.** Основные риски в следующем году, по нашему мнению, будут связаны с оттоком средств вкладчиков и снижением качества активов. Впрочем, инициативы властей по стабилизации ситуации с ликвидностью в банковской системе доказали свою эффективность.
- Бенефициарами государственной поддержки становятся главным образом подконтрольные государству и крупнейшие частные кредитные организации. Мы ожидаем, что в 2009 г. консолидация сектора будет набирать обороты.
- **В корпоративном сегменте** кредитное качество и его оценки изменились до неузнаваемости, и общепринятое восприятие кредитного качества отдельных эмитентов подлежит существенному переосмыслению.
- В третьем эшелоне процедура банкротства становится массовым явлением, вскрывая недостатки рыночной инфраструктуры и корпоративного управления.
- Лучшими мы считаем перспективы «большой тройки» операторов мобильной связи, сильнейших дискаунтеров в продуктовой рознице и крупнейших нефтяных и газовых компаний.
- Привлекательные инвестиционные возможности можно найти среди еврооблигаций металлургических и горнодобывающих компаний, которые, на наш взгляд, могли бы особенно заинтересовать традиционных инвесторов рынка акций.

Алексей Моисеев
+7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Николай Подгузов
+7 (495) 783 5673
NPodguzov@rencap.com

Петр Гришин, CFA
+7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Максим Раскоснов
+7 (495) 725 5227
MRaskosnov@rencap.com

Андрей Марков
+7 (495) 725 5229
AMarkov@rencap.com

Екатерина Малофеева
+7 (495) 258 7703
KMalofoeva@rencap.com

Олеся Черданцева
+7 (495) 783 5693
OCherdantseva@rencap.com

Содержание

Макроэкономика: сначала вниз, затем вверх	3
«Дна» пока не видно	3
Россия в 2009 г.: за падением следует рост	3
Рубль: девальвация с последующей ревальвацией	6
Рынок рублевых облигаций	10
Рынок облигаций сжимается	10
Как восстановить внутренний долговой рынок?	11
Меры краткосрочного характера	11
Новая концепция рынка облигаций	13
Курс рубля	13
Денежный рынок и краткосрочные процентные ставки	13
Рынок государственных облигаций	15
Инвесторы	15
Размещение облигаций	17
Повышение уровня защищенности инвесторов	17
Доходности облигаций по эшелонам	18
Внешние рынки	20
Мировой кризис в високосный год	20
Развивающиеся рынки	21
МВФ и Всемирный банк спешат на помощь	22
Россия: суверенный риск неоправданно дешев	23
Сегмент корпоративных еврооблигаций: вынужденные продажи разрушили рыночную стоимость	25
Программа рефинансирования ВЭБ	25
Еврооблигации – лучшая альтернатива рынку акций	26
Насколько глубоким оказалось падение? Оцениваем потенциал роста	27
Торговые рекомендации для инвестиций в сегменте корпоративных еврооблигаций	30
Газпром и PEMEX	31
Транснефть: самый привлекательный квазисуверенный риск	32
ТНК-ВР – лучшая альтернатива еврооблигациям ЛУКОЙЛа	33
Распадская 12: высокая надежность эмитента	33
Северсталь 13 и Северсталь 14: премии к Evraz Group быть не должно	34
ТМК: для инвесторов с высокой толерантностью к кредитным рискам	35
Промсвязьбанк 10 и Промсвязьбанк 11	37
Состояние и перспективы банковской системы	38
Кредитное качество корпоративного сегмента	41
Больше масштаб риска, больше цена риска	41
Тогда и сейчас	42
Структурные трансформации	44
Кредитное качество отдельных секторов экономики	47
Раскрытие информации	69

Макроэкономика: сначала вниз, затем вверх

Мы считаем, что следующий год станет переломным для экономики – с очень мрачным началом и впечатляющей концовкой. Представляется целесообразным рассматривать развитие экономики по кварталам, поскольку годовой результат может оказаться столь же непоказательным, как средняя температура по больнице. Мы твердо убеждены, что в середине следующего года настроения будут кардинальным образом отличаться от нынешних, главным образом благодаря активной политике правительства и ожидаемому восстановлению мировых рынков (как финансовых, так и товарно-сырьевых).

«Дна» пока не видно

Особенность нынешнего кризиса состоит в отсутствии признаков его завершения, и это касается не только России, но и всего мира. В нашей стране ситуация осложняется тем обстоятельством, что воздействие кризиса на экономику проявляется достаточно медленно, и многие компании лишь сейчас начинают учитывать при составлении бюджетов не только краткосрочные сбои в банковской системе, но и затяжной период дефицита кредитов в экономике. Весь положительный рост российской экономики произойдет во втором полугодии, тогда как по итогам первой половины года накопленный рост окажется нулевым.

Состояние мировой экономики (транслируемое в российские реалии через цены на нефть) будет ключевым фактором, влияющим на ситуацию в России. Другой, пожалуй, не менее важный – ответ властей на нынешние вызовы. Мы делаем следующие допущения относительно внешних факторов:

- финансовый апокалипсис не наступит;
- Китай сможет совершить «мягкую посадку»;
- функционирование глобальной финансовой системы постепенно восстановится.

С другой стороны, финансовые потоки в направлении развивающихся рынков, скорее всего, останутся ограниченными, и рефинансирование долгов российскими заемщиками по-прежнему представляется практически нереальным (что скорее имеет отношение к платежному балансу, чем к реальному сектору экономики).

Прежде чем говорить о перспективах будущего года, оценим текущую ситуацию. Последние данные Министерства экономического развития показывают, что в октябре объем ВВП увеличился на 5.8% в годовом исчислении, но сократился на 0.4% по сравнению с сентябрем (последний показатель не очищен от сезонных изменений). Принимая во внимание уровень цен на нефть и другие имеющиеся данные, мы полагаем, что с корректировкой на сезонные изменения рост за октябрь-декабрь 2008 г. составит 0% в квартальном сопоставлении, а годовой прирост ВВП составит 6.7%. По сути это означает, что в годовом исчислении объем ВВП увеличится в четвертом квартале на 3.4% – иными словами, с учетом того, что в октябре темп роста достигал 5.8%, мы ожидаем, что в ноябре и декабре экономика вырастет в среднем всего на 2.2% по сравнению с соответствующими месяцами прошлого года. Судя по всему, в ноябре произошло достаточно мало неблагоприятных событий в сфере экономики.

Россия в 2009 г.: за падением следует рост

Мы ожидаем, что в начале следующего года темпы экономического роста будут низкими или отрицательными, а банковская система все еще будет не способна выполнять традиционные функции привлечения вкладов и предоставления кредитов. Ситуация в мировой экономике не дает оснований для оптимизма, и мы считаем маловероятным, что в первом квартале проявятся признаки стабилизации, а ключевые экономические индикаторы покажут улучшение относительно четвертого квартала 2008 г. В январе-марте основные риски будут связаны с тем, что цены на нефть будут скорее оставаться на нынешних уровнях, а не восстанавливаться до средних долгосрочных значений.

Металлургия будет пребывать в депрессивном состоянии из-за низкого спроса, неплатежей и затяжного периода уменьшения товарных запасов. Сектор финансовых услуг продолжит сокращать персонал на фоне постепенной консолидации, что не способствует наращиванию объемов кредитования. Кроме того, именно в первом квартале выявится полный уровень безработицы. В октябре-декабре текущего года проблем в экономике становилось все больше, но первый квартал 2009 г. принесет новые потери.

Тем временем, правительство существенно увеличит зарплаты бюджетников (на 30%) и позволит курсу российской валюты упасть до минимума следующего года – 32 руб. за доллар США (предположительно в январе-феврале). Девальвация рубля к доллару станет самой значимой движущей силой экономики в 2009 г. Обесценивание национальной валюты, скорее всего, породит новые сбои в банковской системе и в экономике в целом и, конечно, вызовет негативную реакцию населения, подрывая перспективы экономического развития в первом квартале. Наберут обороты процессы консолидации в банковской системе. Сокращение объема ВВП составит 3% к предыдущему кварталу (с корректировкой на сезонные изменения), а относительно первого квартала 2008 г. – порядка 0.5%. Вверх поползут цены на импортируемые товары, а вслед за ними и на отечественные (на фоне девальвации рубля). К концу марта спад экономической активности должен по большому счету прекратиться.

В первом квартале 2009 г. ведущую роль в экономическом развитии страны будет играть государственное потребление (+3% к первому кварталу 2008 г.), тогда как потребление частного сектора и инвестиции останутся на прежнем уровне. Что касается отдельных отраслей, отрицательная динамика будет зарегистрирована в добыче полезных ископаемых, строительстве, операциях с недвижимым имуществом; повторения прошлогодних результатов можно ожидать в обрабатывающей промышленности и финансовой деятельности; небольшой прирост смогут зафиксировать сферы коммунальных, социальных и персональных услуг, образование и здравоохранение. Положительную динамику обрабатывающим производствам могут обеспечить госзаказы.

Во втором квартале ситуация начнет стабилизироваться. Правительство приступит к реализации инфраструктурных проектов, возможно объявление о новых изменениях в налоговом законодательстве (называется срок не позднее апреля). По нашей оценке, рост ВВП будет близким к нулевому в годовом сопоставлении и порядка 2% в квартальном (с учетом факторов сезонности). По сравнению со вторым кварталом 2008 г. в минусе – и большим – останутся добыча полезных ископаемых, строительство, операции с недвижимым имуществом. Рост в образовании, здравоохранении и сферах коммунальных, социальных и персональных услуг ускорится. После девальвации денежно-кредитная политика станет более эффективным инструментом, а перед банками уже не будет стоять угроза резкого и неожиданного падения рубля. Усилия Банка России по наполнению финансовой системы ликвидностью на практике не должны привести к таким нежелательным последствиям как всплеск спроса на доллары со стороны банков. Соответственно, больше денег попадет в реальную экономику.

В третьем квартале все сильнее будет ощущаться благоприятный эффект девальвации, проявятся первые признаки улучшения состояния мировой экономики. В связи с исчерпанием товарных запасов на складах, к примеру, возобновится рост потребления металлов, что подтолкнет вверх цены (можно, конечно, спорить о точных сроках ликвидации складов; некоторые специалисты считают, что это произойдет еще раньше). Благодаря стабилизации спроса должен начаться и рост цен на нефть, а проблемы финансовых рынков перестанут оказывать давление на котировки сырьевых товаров. Полным ходом должна идти реализация проектов в сфере инфраструктуры. Объем ВВП увеличится по сравнению с третьим кварталом 2008 г. и вторым кварталом 2009 г. на 4.2% и 5% соответственно (с корректировкой на сезонные отклонения). Возобновится рост добычи полезных ископаемых, ускорятся темпы роста в обрабатывающих производствах, в небольшой плюс выйдут строительство и операции с недвижимым имуществом.

Четвертый квартал обещает стать периодом мощного восстановления с темпами роста близкими к 11.6% и 7% в годовом и квартальном сопоставлении соответственно (с корректировкой на сезонные отклонения). Столь быстрый рост не следует считать недостижимым: такими темпами экономика развивалась, например, во второй половине 1999 г. и в 2000 г. К четвертому кварталу цены на нефть определенно должны начать восстанавливаться, и проявятся перспективы роста в глобальном масштабе. Движущими силами роста в России должны стать частное потребление и инвестиции, финансируемые государством и тем же частным сектором. В структуре роста по секторам в лидеры выйдут добыча полезных ископаемых, транспорт и связь, обрабатывающие производства. Учитывая ослабление экономики в четвертом квартале 2008 г., свою роль сыграет и фактор низкой базы. Не кажется невероятным и возобновление притока прямых иностранных инвестиций, пусть и в ограниченных масштабах.

После девальвации 1998 г. рост экономики в поквартальном сопоставлении был зарегистрирован уже во втором квартале 1999 г., а с третьего квартала того же года началось мощное развитие. Почему на этот раз восстановление произойдет быстрее? Во-первых, значительно улучшилась инфраструктура экономики: банковская система продолжает функционировать как эффективный агент по расчетам (тогда как в 1998 г. мы практически вернулись к экономике, в которой преобладают наличный расчет), усовершенствована налоговая система, упразднены ограничения на проведение валютных операций, снизились административные издержки ведения деятельности и т. д. В отличие от 1998 г., банкротство не угрожает правительству, которое может и готово тратить имеющиеся ресурсы на поддержку экономики.

Таблица 1. Прогноз макроэкономических показателей

	2008	2009	2010	2011	2012
Реальный рост ВВП, %	6.7	4.0	5.7	6.6	6.0
Номинальный ВВП, млрд руб.	43 471	49 957	59 573	69 884	79 682
Дефлятор ВВП, %	23.5	10.5	12.8	10.1	7.6
ИПЦ, %	13.6	10.7	9.7	7.6	6.5
ИЦП, %	18.0	15.4	13.7	8.4	7.4
Курс рубля к доллару США, на конец периода	28.5	28.8	28.4	28.5	28.8
Курс рубля к доллару США, средний за период	24.9	30.5	28.6	28.5	28.7
ВВП, USD млрд	1 746	1 641	2 083	2 456	2 781
Рост промышленного производства, %	4.8	3.8	6.8	5.4	4.6
Рост инвестиций в основные средства, %	11.0	3.0	6.4	9.1	8.0
Реальный рост средней заработной платы, %	10.5	4.7	5.4	5.6	6.5
Средняя заработная плата, USD в месяц	681.5	657.0	807.2	956.8	1 098.6
Рост реального располагаемого дохода, %	9.2	4.9	5.6	5.1	5.9

Источник: Ренессанс Капитал

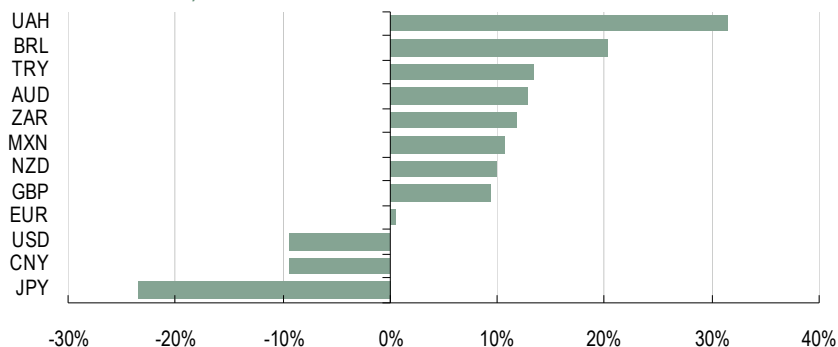
Рубль: девальвация с последующей ревальвацией

В настоящий момент курс рубля является одним из основных факторов, который наряду с доступом к долгосрочному финансированию определяет как действительное влияние мирового финансового кризиса на российскую банковскую систему и реальный сектор экономики, так и степень доверия населения страны к проводимой экономической политике. Также очевидно, что в условиях существенного падения цен на основные экспортные товары России и прекращения (по крайней мере временного) притока иностранных инвестиций вопрос приведения курса рубля в соответствие новым реалиям экономики становится особенно актуальным.

Укрепление к валютам других стран – производителей сырья

В результате падения евро к доллару США и ослабления рубля к бивалютной корзине за последние три месяца курс российской валюты к доллару снизился на 15%, что, безусловно, является значительным движением с точки зрения как реального сектора, так и населения. Тем не менее, в течение того же периода валюты стран – основных конкурентов российских производителей на мировом и внутреннем товарных рынках, за исключением казахстанского тенге, девальвировались против доллара существенно больше – иначе говоря, снизились относительно рубля (рис. 1).

Рисунок 1. Курс рубля по отношению к валютам стран – конкурентов российской промышленности (с 15.09.2008 по 8.12.2008)



Источник: Bloomberg

Учитывая вышесказанное, мы считаем наиболее вероятным следующий сценарий. Банк России, по всей видимости, сейчас располагает достаточным арсеналом, чтобы длительное время сдерживать давление на курс рубля. Действительно, ситуация, как представляется, остается под полным контролем – Банк России по-прежнему имеет колоссальные резервы, и если исходить из соотношения денежного агрегата M2 к резервам (приблизительно равно единице в случае России), то возможности центрального банка по поддержке рубля по-прежнему велики. Однако такой подход вызывает ряд вопросов. Один из них – снижение конкурентоспособности рубля – уже затрагивался. Впрочем, необходимо рассматривать проблему в комплексе, ведь для реальной экономики не меньшую роль играют процентные ставки на внутреннем рынке, а также доступность капитала. Неослабевающее девальвационное давление предполагает корректировку монетарной политики властей любой страны со свободно конвертируемой валютой.

Ситуация меняется, и должен измениться и номинальный якорь

Когда центральный банк продает резервы, происходит сжатие денежных агрегатов. Так, в октябре 2008 г. российская денежная масса (M2) сократилась на 5% относительно сентябрьского значения. Из-за этого денежно-кредитная политика любой страны со свободно конвертируемой валютой, оказавшейся под угрозой девальвации, становится заложницей ситуации на валютном рынке. Как и в случае угрозы ревальвации, монетарные власти могут контролировать лишь один индикатор, и если выбор сделан в пользу курса валюты, политика процентных ставок становится проциклической.

Если государство удерживает заниженный курс национальной валюты, оно обычно имеет устойчиво активное сальдо счета текущих операций (в отдельных случаях в сочетании с положительным сальдо счета операций с капиталом), чему способствуют ожидания ревальвации и искусственная дешевизна производства. Следовательно, приток иностранной валюты, которая скупается центральным банком, проводящим интервенции для предотвращения ревальвации, приводит к избытку ликвидности. Задача ее стерилизации представляется весьма непростой, поскольку повышение ставок по операциям ДЕПО с центробанком либо размещение его долговых обязательств по привлекательным ставкам только подогревает приток иностранного капитала, а значит, совокупная эффективность таких мер равна нулю. Все указанные факторы оказывают понижающее давление на процентные ставки, препятствуя устойчивому развитию экономики и приводя к ее перегреву.

Прямо противоположная ситуация складывается, когда страна вынуждена противостоять девальвации. Центральный банк продает валюту и таким образом сокращает денежную массу. Если, однако, ожидания девальвации становятся слишком сильными, то всякий, у кого есть доступ к дешевой местной валюте, конвертирует ее в доллары США или другую иностранную валюту или, что еще хуже, играет на понижение. Процентные ставки по операциям в местной валюте неизбежно растут, что приводит к удорожанию денег для юридических и физических лиц. Более того, девальвационные ожидания создают особенно острый дефицит длинного капитала, критически важного для реальной экономики. Центробанк мог бы прибегнуть к интервенциям на рынке процентных ставок, однако дешевые средства опять же пойдут на валютный рынок, а не кредитование экономики. Девальвация чаще всего происходит в период ослабления экономики; как следствие, в реальном секторе создается дополнительное напряжение из-за запретительной денежно-кредитной политики, что находит отражение в завышенном валютном курсе и слишком высоких процентных ставках. Потому очевидно, что любой номинальный якорь – будь то валютный курс, темп роста или процентные ставки – жестко ограничивает возможности гибкого реагирования на серьезные и продолжительные изменения экономической среды, и в особенности в странах со свободным движением капитала.

Каковы варианты?

Применительно к России усилия центрального банка по борьбе с девальвационным давлением могут увенчаться успехом только при двух условиях: если цены на нефть начнут восстанавливаться достаточно быстро и если Банку России удастся сдержать отток капитала. Выполнения только одного из этих условий будет недостаточно. На наш взгляд, у Банка России есть несколько вариантов дальнейших действий.

1. Переход к плавающему валютному курсу. Правительство и Банк России неоднократно заявляли о необходимости поэтапного перехода к инфляционному таргетированию и, соответственно, к плавающему курсу рубля. В среднесрочной перспективе такая цель однозначно является правильной – это позволит не только намного более эффективно проводить денежно-кредитную политику, но и гибко реагировать на изменения в условиях торговли, а также выполнить задачу по созданию в Москве международного финансового центра. Кроме того, в условиях свободной конвертируемости рубля (в отличие от китайского юаня) относительно жесткий контроль над номинальным курсом создает риск спекулятивных атак на российскую валюту – в сторону как чрезмерного укрепления (как это было в первой половине 2007 и 2008 гг.), так и ослабления (во второй половине 2007 и 2008 гг.). Борьба со спекулятивным капиталом смещает ориентацию денежно-кредитной политики от поддержания ценовой стабильности и устойчивого экономического роста к целям, никак не связанным с внутренней экономической ситуацией, и ставит ее в прямую зависимость от уровня процентных ставок центральных банков других стран.

Тем не менее, немедленный переход к плавающему курсу рубля в текущих условиях не представляется целесообразным. Финансовый кризис 1998 г. сформировал в восприятии населения России жесткую связь между девальвацией и банковским кризисом. Таким образом, разовая девальвация на 20-30%, неизбежная при принятии решения о переходе к плавающему курсу, вызовет резкий и бесконтрольный отток вкладов физических лиц вкупе с обменом рублевых сбережений на доллары США или евро. Такой поворот событий чрезвычайно опасен с двух точек зрения: 1) банки сразу же лишатся большей части депозитов населения (6 трлн. руб.), что приведет к необходимости запрета на их досрочное снятие, как это сделали власти Украины в октябре текущего года; 2) появятся очереди у отделений банков и обменных пунктов, возникнет дефицит наличных долларов, что обусловит появление черного рынка валюты – все это чрезвычайно опасно с точки зрения социальной стабильности в стране. Кроме того, возможно нарушение ковенантов по уровню относительной задолженности компаний и банков и, соответственно, предъявление требований немедленного возврата внешней задолженности.

2. Контролируемое поэтапное ослабление рубля. Альтернативной возможностью является поэтапное снижение курса рубля к бивалютной корзине путем расширения Банком России допустимого коридора колебаний к операционному ориентиру. Среди преимуществ такой политики – отсутствие значительных колебаний и, соответственно, резкого ускорения оттока депозитов, а также гибкость в определении дальнейших шагов в зависимости от ситуации на мировом товарном рынке и рынках капитала. Именно сохранение стабильности курса юаня в 1997-1999 гг. в условиях масштабной девальвации валют других азиатских стран привело к существенному укреплению позиций Китая на мировых финансовых рынках. В то же время, у такого подхода есть и ряд существенных недостатков. Основным из них является усиление ожиданий будущей девальвации – неважно, плавной или резкой. Эти ожидания обуславливают медленный, но верный отток средств как юридических, так и физических лиц из рубля. Следствием этого станет наиболее значительное среди всех вариантов валютной политики сокращение золотовалютных резервов и денежных агрегатов. При этом все попытки Банка России и правительства наполнить финансовую систему ликвидностью будут безуспешными и даже контрпродуктивными, так как вся эта ликвидность будет немедленно под разными предлогами переводиться в доллары, как это было в октябре текущего года. Аналогичная ситуация наблюдалась в России в 1993-1994 гг.

Тот же Китай сумел сохранить контроль над валютным курсом исключительно благодаря строгому валютному контролю, который, с одной стороны, значительно повысил эффективность управления счетом операций с капиталом, но с другой – так и не позволил сделать юань ни мировой, ни даже региональной резервной валютой. Реализация такой политики в России невозможна без жестких административных мер по контролю над оттоком капитала – более эффективных, чем в 1993-1994 и 1998 гг. – и повышения процентных ставок. Соответственно, дополнительными негативными последствиями такого подхода станут наиболее значительное среди всех вариантов валютной политики ужесточение доступа банков и предприятий к ликвидности (что очень опасно в условиях глобального кредитного кризиса), а также сомнения в реальности свободной конвертируемости рубля. Наконец, если контролировать покупку долларов со стороны юридических лиц сложно, но все-таки возможно, то контроль над физическими лицами представляется трудноосуществимым. Исторических прецедентов успешного проведения такой политики в мире, насколько нам известно, нет (Китай осуществлял политику стабильного курса, а не поэтапной девальвации, в чем состоит принципиальное различие с точки зрения ожиданий девальвации в будущем); в то же время, существует множество противоположных примеров (Великобритания и Швеция в 1992-1993 гг., Бразилия в 1999 г., Украина в 2008 г.)

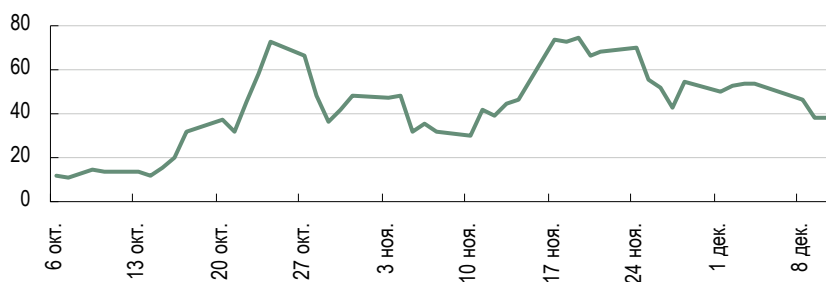
3. Контролируемое единовременное ослабление рубля. Третий вариант – по сути, компромисс между первыми двумя – это разовое резкое ослабление курса рубля (на 10-15%) при сохранении контроля над диапазоном его колебаний к корзине, и последующее плавное и менее значительное укрепление (на 5-10%). Такая политика, как и вариант перехода к свободному курсообразованию, позволит ликвидировать ожидания девальвации в будущем (т. е. остановить и, возможно, развернуть отток капитала), обеспечит условия для предоставления ликвидности финансовой системе и реальному сектору и приведет к снижению процентных ставок. При этом девальвация не будет бесконтрольной, что должно минимизировать риск резкого оттока вкладов населения. Тем не менее, и у этого подхода есть недостатки. Основным из них, на наш взгляд, является наименьшая гибкость с точки зрения курсообразования в будущем, так как в случае дальнейшего ухудшения условий торговли успешное повторение такой политики маловероятно.

4. Сохранение существующих границ валютного коридора. Прогноз Ренессанс Капитала по стоимости нефти Brent на мировом рынке на 2009 г. составляет USD70 за баррель. Более того, ожидается, что в дальнейшем цены на нефть продолжат расти. В случае реализации такого сценария можно ожидать не только соответствующего повышения цен на другие сырьевые товары, но и возобновления притока иностранного капитала в Россию. Таким образом, в нынешней ситуации оптимальным вариантом было бы сохранять существующие границы коридора колебаний курса рубля к бивалютной корзине до тех пор, пока спекулятивное давление на российскую валюту не прекратится, а затем возобновить поэтапный переход к плавающему курсу.

Если бы решения принимали мы...

Третий вариант из вышеописанных нам представляется предпочтительным. Кроме того, мы считаем его наиболее вероятным, поскольку восстановление цен на нефть мы прогнозируем только ко второму полугодю 2009 г. Период борьбы с девальвационными ожиданиями будет длительным и сложным для реального сектора. Как показывает *рис. 2*, эти ожидания по-прежнему очень высоки, хотя и несколько слабее, чем раньше.

Рисунок 2. Динамика ставки NDF USD/RUB на один месяц



Источник: Reuters

Из графика видно, что вторую волну девальвационных ожиданий во многом вызвали действия самого Банка России, допустившего небольшое снижение курса рубля. Как обсуждалось выше, мы весьма скептически относимся к подобной тактике и считаем вероятной более масштабную разовую девальвацию в первом квартале следующего года. Итак, мы прогнозируем ослабление российской валюты в начале 2009 г., однако впоследствии курс рубля должен вырасти на фоне восстановления цен на нефть и другие сырьевые товары, тогда как доллар, как ожидается, будет испытывать давление относительно валют стран – экспортеров сырьевых ресурсов.

Таблица 2. Прогноз валютного курса и основных макроэкономических показателей

	1 кв. 2009	2 кв. 2009	3 кв. 2009	4 кв. 2009
Курс рубля к доллару США, на конец периода	32.0	31.0	30.0	28.8
Курс рубля к доллару США, средний за период	31.5	31.3	30.2	29.0
Курс рубля к корзине валют, на конец периода	34.9	34.5	34.1	34.0
Сальдо счета текущих операций, USD млрд	-8.0	-7.4	-4.3	0.2
Сальдо счета операций с капиталом, USD млрд	-28.7	-23.9	-11.1	-1.2
Золотовалютные резервы, USD млрд	407.0	378.0	361.0	355.5

Источник: Ренессанс Капитал

Рынок рублевых облигаций

Рынок облигаций сжимается

Объем рынка рублевых долговых обязательств на конец ноября 2008 г. составлял около 3 трлн. руб., из которых примерно 1.1 трлн. руб. приходилось на ОФЗ, а 1.9 млрд руб. – на негосударственные выпуски (этот показатель также включает номинированные в рублях еврооблигации, объем которых в обращении достигает приблизительно 86 млрд руб.). Исходя из этой статистики, прирост сегмента государственных бумаг в 2008 г. составил около 7.0%, а корпоративных и банковских долговых инструментов – около 30.0%. Мы считаем, однако, что эта статистика несколько искажает действительность.

Рисунок 3. Объем рынка рублевых облигаций в 2003-2008 гг.



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Приведенные данные включают в себя облигации эмитентов, по которым была исполнена оферта в течение последних 12-14 месяцев, а также инструменты, размещение которых носило явно нерыночный характер. С началом активной фазы мирового финансового кризиса (в качестве точки отсчета мы принимаем 15 августа 2007 г., когда резко обострилась глобальная ситуация с ликвидностью) эмитенты были вынуждены выкупать в рамках оферты львиную долю облигаций, и лишь немногим из них удавалось возвращать долговые инструменты на рынок. После того как мировой кризис перешел на следующую стадию (15 сентября было объявлено о банкротстве Lehman Brothers), скорее всего, все 100% облигаций выкупались эмитентами в рамках оферты. За последние 14 месяцев объем бумаг, предъявленных к оферте, составил около 600 млрд руб. Мы предполагаем, что с сентября 2007 г. по сентябрь 2008 г. эмитенты выкупали в среднем 70% обязательств, а начиная с сентября 2008 г. – все 100%. С учетом этой оценки, объем рублевых облигаций в обращении в настоящее время составляет уже около 1.44 трлн. руб.

Кроме того, с начала финансового кризиса заметно возрос объем размещений технического характера (например, второй – пятый выпуски СИБУР Холдинга, Газпромбанк-4, Газпромбанк-5, МТС-1, МТС-2, Банк Москвы-1, Банк Москвы-2, РЖД-9, РЖД-11 и др.). Главной целью этих эмиссий было создание залогового обеспечения для получения рефинансирования в Банке России. По нашим оценкам, такого рода выпуски достигают в сумме около 250 млрд руб. Таким образом, объем негосударственных рублевых облигаций в обращении в действительности может быть оценен на уровне 1.2 трлн. руб. Если же рассматривать только инструменты, торгующиеся на ММВБ, объем рынка рублевых обязательств составляет около 1.1 трлн. руб.

Очевидно, что в ближайшие три – шесть месяцев рынок рублевых облигаций продолжит быстро сокращаться. В следующие полгода объем предъявляемых к оферте инструментов составит примерно 350 млрд руб., а номинальный объем погашаемых облигаций – около 200 млрд руб. Таким образом, к концу первого полугодия 2009 г. объем негосударственных долговых обязательств, сравнительно регулярно торгующихся на ММВБ, может составить около 550-600 млрд руб., что соответствует уровню 2005 г.

Как восстановить внутренний долговой рынок?

Итак, из-за глобального финансового кризиса, резкого изменения конъюнктуры на мировых товарных рынках и растущих ожиданий девальвации национальной валюты регулярное функционирование российского денежного рынка и рынка рублевых облигаций в последние несколько месяцев было нарушено. Необходимо подчеркнуть, что внутренний долговой рынок за последние годы приобрел ключевую роль как для финансирования реального сектора экономики, так и для реализации федеральной бюджетной политики. Полное прекращение его функционирования окажется шагом назад в развитии российской финансовой системы и отнюдь не отвечает амбициозной цели по превращению Москвы в мировой финансовый центр. Очевидно, что необходимо предпринять усилия по восстановлению его инфраструктуры и инвестиционной привлекательности. На наш взгляд, при определенных условиях российский рынок облигаций имеет отличные шансы стать одной из самых интересных финансовых площадок в мире, но для достижения этой цели внутренний долговой рынок, при самом активном участии регуляторов, требует кардинальной перестройки.

Меры краткосрочного характера

Меры по восстановлению рынка рублевых облигаций можно разделить на краткосрочные и средне- и долгосрочные. Меры краткосрочного характера в основном связаны с восстановлением ликвидности банковской системы, а также – в условиях нерегулярной работы денежного рынка – с расширением доступа к инструментам рефинансирования Банка России. Следует отметить, что большинство из возможных мероприятий были оперативно предприняты Министерством финансов и Банком России начиная с середины сентября текущего года. В качестве наиболее эффективных шагов следует отметить следующие:

- В сентябре-октябре были резко снижены нормативы отчислений в фонд обязательного резервирования (до 0.5% по всем категориям обязательств), что высвободило дополнительную ликвидность в объеме около 400 млрд руб.;
- Министерство финансов предоставило бюджетные средства в размере 60 млрд руб. трем крупнейшим государственным банкам (Сбербанк, Газпромбанк и ВТБ) с целью возобновления операций межбанковского кредитования;
- Минфин существенно увеличил лимиты и сроки размещения временно свободных средств бюджета на депозиты в коммерческих банках;
- Критерий рейтинга эмитента для включения облигаций в Ломбардный список Банка России был снижен до уровня В-/ВЗ;
- Банк России начал выдавать кредиты без обеспечения широкому кругу банков (более 100).

Эти меры предотвратили коллапс российского денежного рынка и позволили многим финансовым институтам избежать банкротства. Полный перечень мероприятий, предпринятых российскими властями для стабилизации ситуации на денежном рынке и в экономике страны, приведен в наших отчетах «Монитор мирового финансового кризиса» от 11 ноября и 26 ноября 2008 г.

По нашему мнению, дополнительно могут быть осуществлены следующие меры краткосрочного характера:

- **Дальнейшее расширение Ломбардного списка Банка России.** На наш взгляд, целесообразно продолжить расширение Ломбардного списка и списка РЕПО Банка России, включив в них облигации финансово устойчивых эмитентов, не имеющих кредитного рейтинга (или с рейтингами только по национальной шкале), а также бумаги лидеров отдельных секторов. Проблема недостатка залогового обеспечения в текущих условиях стоит достаточно остро, и указанная мера (возможно, временного характера) могла бы способствовать ее решению. В частности, включения в Ломбардный список по фундаментальным характеристикам заслуживает большинство облигаций генерирующих и энергораспределительных компаний.
- **Обмен корпоративных облигаций на государственные.** Для восстановления ликвидности участников рынка можно рассмотреть возможность обмена корпоративных облигаций на государственные по номиналу, который будет осуществлять уполномоченное денежными властями агентство. Для этой цели, с нашей точки зрения, целесообразно использовать не торгующиеся на вторичном рынке государственные сберегательные облигации (ГСО), так как рыночная оценка ОФЗ в текущих условиях затруднена. В этом случае предполагается, что Банк России будет принимать ГСО в качестве обеспечения операций рефинансирования. В результате обмена в портфеле государственного агентства окажутся облигации компаний и банков, купонные платежи по которым существенно превысят расходы на обслуживание ГСО, что может стать частичной компенсацией за кредитный риск. Банк или управляющая компания при этом получает на баланс хорошо рефинансируемый инструмент и снимает с себя кредитный риск, очищая баланс от низколиквидных инвестиций. Такая схема обмена корпоративных облигаций на государственные применяется ФРС США в качестве одной из мер по оздоровлению финансового рынка.

Новая концепция рынка облигаций

Помимо мер краткосрочного характера, на наш взгляд, необходима реализация целой программы средне- и долгосрочных мероприятий по восстановлению инвестиционной активности на рынке рублевых облигаций. Очевидно, что в условиях полной потери доверия на межбанковском рынке, непредсказуемости дальнейшей динамики внутренних процентных ставок, массовых дефолтов эмитентов третьего эшелона и отсутствия интереса на покупку долговых инструментов у всех классов инвесторов быстрое восстановление конъюнктуры рынка рублевых облигаций невозможно. Действия, направленные на возобновление функционирования долгового рынка, должны носить комплексный и системный характер. В этих условиях ближайшие три – шесть месяцев, на наш взгляд, следует использовать для внедрения новых принципов работы рынка рублевых облигаций.

При разработке программы возрождения российского рынка облигаций необходимо рассматривать вопрос в нескольких плоскостях. Как показывает мировая практика, успешное функционирование локального долгового рынка невозможно в отсутствие следующих факторов:

- свободного курсообразования;
- развитого денежного рынка и системы краткосрочных процентных ставок;
- широкого круга потенциальных инвесторов, имеющих равный доступ на рынок;
- развитой и удобной рыночной инфраструктуры;
- прозрачного и быстрого порядка регистрации и выпуска облигаций;
- четких процедур урегулирования взаимоотношений заемщика и инвестора в случае дефолта эмитента.

Курс рубля

Анализ ситуации на российском валютном рынке, а также прогнозы динамики курса рубля в 2009 г. подробно рассмотрены в первой части данного отчета. Отметим лишь, что для возобновления регулярного функционирования денежного рынка очень важно сформировать сравнительно нейтральные ожидания относительно курса рубля.

Денежный рынок и краткосрочные процентные ставки

Как мы уже отмечали, в результате последних событий регулярное функционирование денежного рынка в России нарушено. Возобновление работы денежного рынка предполагает следующие условия.

1. Таргетирование ключевой процентной ставки *overnight*. В качестве ключевой процентной ставки логично использовать действующую ставку однодневного прямого РЕПО Банка России. Предполагается, что, отталкиваясь от этой ставки, регулятор предоставляет рублевую ликвидность в достаточных объемах под залог ценных бумаг; на первоначальном этапе, в случае если залогового обеспечения недостаточно, ликвидность может предоставляться в рамках аукционов необеспеченного кредитования.

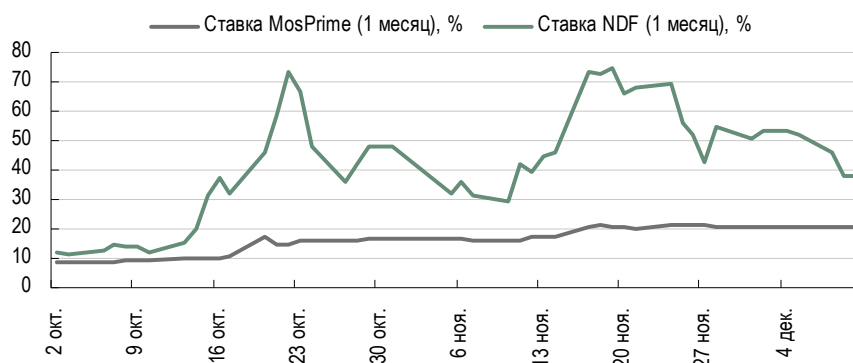
За последние полтора года Банк России предложил участникам рынка целый набор инструментов рефинансирования. Вместе с тем, классическое таргетирование ключевой процентной ставки не осуществляется, так как механизм изъятия избыточной ликвидности не отлажен. Из-за этого российский денежный рынок функционирует либо в условиях избыточной рублевой ликвидности, либо в условиях ее острой нехватки.

Изъятие избытка ликвидности логично осуществлять через систему депозитов Банка России. Однако заниженные ставки по депозитам вряд ли привлекут участников рынка, следовательно, они должны быть максимально приближены к ставке РЕПО Банка России (например, отставать от нее не более чем на 50 б. п.). Кроме того, для регулирования объема рублевой ликвидности следует использовать и краткосрочные ценные бумаги. К сожалению, ОБР до сих пор не стали привлекательным инструментом, что во многом связано с невозможностью осуществлять с ними активные торговые операции.

2. Создание рынка краткосрочных процентных ставок. Существующая в настоящее время кривая процентных ставок MosPrime, на наш взгляд, является лишь индикативной – соответствующие банки не готовы кредитовать или заимствовать существенные объемы средств, руководствуясь этими ставками. Основную роль в построении рынка краткосрочных процентных ставок, по нашему мнению, должны исполнять крупнейшие банки, уполномоченные Банком России. Таким финансовым институтам (как банкам, так и инвестиционным компаниям) могла бы отводиться роль, которую играют федеральные резервные банки США. Крупнейшие финансовые организации могли бы выполнять функции первичных дилеров как на денежном рынке, так и на рынке государственных облигаций.

Новая кривая процентных ставок фактически должна стать более привлекательной альтернативой оффшорной кривой NDF, при этом главным ее преимуществом будет более высокая ликвидность. Предполагается, что по мере либерализации курса рубля ставки NDF вплотную приблизятся к кривой внутренних процентных ставок. В настоящее время спрэд между кривыми MosPrime и NDF остается расширенным, что наглядно иллюстрирует динамика соответствующих ставок сроком на один месяц (рис. 4).

Рисунок 4. Динамика ставок MosPrime и NDF сроком на один месяц



Источник: Reuters

3. Приведение уровня процентных ставок в соответствие текущим экономическим условиям. Реальные процентные ставки должны быть позитивными, т. е. превышать текущий уровень инфляции. Только в этом случае можно ожидать существенного расширения инвестиционной базы на российском рынке облигаций, в первую очередь за счет усиления роли долгосрочных (а не спекулятивных) инвесторов – управляющих и страховых компаний, пенсионных фондов, частных инвесторов.

Достижение позитивных реальных процентных ставок предполагает заметное повышение ключевых ставок Банка России. С учетом текущего уровня инфляции (около 14.0% в годовом исчислении) и прогнозов по ее дальнейшей динамике ключевая процентная ставка РЕПО Банка России может быть повышена на 200-300 б. п. с нынешнего уровня (9.00%). Судя по последним комментариям представителей Банка России, регулятор в целом разделяет эту логику. Таким образом, сценарий, при котором ставка РЕПО Банка России в 2009 г. достигнет 11.0-12.0%, представляется вполне реалистичным.

Повышение ключевых ставок Банка России вряд ли приведет к резкому ужесточению условий кредитования. Фактически единственным источником кредитных средств сейчас является государство, в то время как объемы кредитования частных банков неуклонно сокращаются, а средние ставки заметно превышают 15.0%. Доходности рублевых облигаций первого эшелона на уровне 15.0-20.0% также говорят о наличии достаточного пространства для повышения ключевых ставок.

Рынок государственных облигаций

Возрождение работы рынка государственных долговых обязательств, на наш взгляд, целесообразно начать с учреждения института первичных дилеров. Финансовые институты (как банки, так и инвестиционные компании), отбираемые для выполнения функций первичных дилеров, должны будут удовлетворять определенным критериям (размер активов, капитал, уровень кредитного рейтинга, доля на вторичном рынке гособлигаций, наличие широкой базы клиентов и т. д.). Отметим, что практика осуществления денежно-кредитной и заемной политики с участием первичных дилеров за последние десятилетия показала свою эффективность в большинстве развитых стран. Основными функциями первичных дилеров могли бы стать:

- Обязательное участие в аукционах ОФЗ, проводимых Министерством финансов, для обеспечения полной синдикации предлагаемых выпусков облигаций.
- Поддержка вторичного рынка ОФЗ путем выставления наилучших двусторонних котировок по всем обращающимся на рынке выпускам. При этом можно ввести условие, согласно которому первичный дилер обязан поддерживать определенную минимальную долю торгового оборота на вторичном рынке ОФЗ (например, установив ее на уровне 1-2% от общего оборота государственных облигаций на вторичном рынке).
- Обеспечение Минфина оперативной информацией по рынку ОФЗ, подготовка регулярных рыночных комментариев.

Польза от введения такого института для Министерства финансов очевидна. Во-первых, институт первичных дилеров является своего рода страховкой, гарантируя размещение госбумаг на аукционе в полном объеме по существующим рыночным ставкам даже в периоды неблагоприятной конъюнктуры. Во-вторых, первичные дилеры, выступая посредниками между Минфином и конечными инвесторами, обеспечивают максимально широкое распределение государственных облигаций среди участников рынка, что в конечном итоге способствует поддержанию ликвидности ОФЗ на высоком уровне. В-третьих, оперативная рыночная информация, предоставляемая первичными дилерами, позволяет министерству лучше понимать ситуацию на рынке и оперативно реагировать на ее изменения.

На данном этапе формирование кривой ОФЗ целесообразно начать с эмиссии краткосрочных долговых инструментов (до двух лет) с последующим увеличением сроков обращения облигаций до 15-30 лет. Естественно, ставки ОФЗ должны соответствовать рыночным уровням, т. е. превышать ставку РЕПО не менее чем на 100 б. п. Соответственно, Министерству финансов, скорее всего, придется согласиться на существенное удорожание заимствований. Справедливая доходность краткосрочных ОФЗ в текущих условиях может быть оценена на уровне 12-14%.

Инвесторы

На наш взгляд, доступ инвесторов на внутренний рынок облигаций должен быть максимально широким. Традиционно рублевые долговые обязательства пользовались спросом со стороны российских банков, инвестиционных управляющих и страховых компаний и иностранных инвесторов, но в нынешних условиях ни одна из этих категорий участников рынка (за исключением, возможно, крупнейших банков) не проявляет к ним интереса. На наш взгляд, в стимулировании инвестиционного спроса значительный эффект могут принести следующие меры:

1. Проведение мероприятий по обмену корпоративных облигаций на ГСО по номиналу;
2. Расширение списка РЕПО Банка России за счет облигаций финансово устойчивых эмитентов, а также компаний – лидеров отраслей, не имеющих кредитного рейтинга;
3. Допуск инвестиционных компаний к инструментам рефинансирования Банка России.

Предоставить инвестиционным компаниям доступ к инструментам рефинансирования Банка России, на наш взгляд, необходимо. Наряду с банками они являются одними из наиболее активных участников рынка. Согласно данным ММВБ, крупнейшие инвестиционные компании стабильно входят в пятерку финансовых институтов, обеспечивающих самые большие торговые обороты на рынке облигаций. Характер деятельности инвестиционных компаний подразумевает, что они чрезвычайно заинтересованы в регулярном функционировании денежного рынка и рынка междилерского РЕПО.

Недавно принятые поправки в закон «О Банке России» придают регулятору статус полноценного участника рынка, и этой нормативной базы уже достаточно, чтобы Банк России начал осуществлять операции РЕПО с инвестиционными компаниями. Однако до настоящего времени центральный банк все еще не предоставляет этому классу инвесторов услуги рефинансирования под залог ценных бумаг. По всей видимости, регулятор пока не готов принимать на себя соответствующие риски контрагентов, т. е. формально деятельность инвестиционных компаний регулируется ФСФР.

Скорее всего, ситуация изменится в лучшую сторону уже в первом квартале 2009 г. Правительство седьмого ноября 2008 г. утвердило план действий, направленных на оздоровление ситуации в финансовом секторе и в отдельных отраслях экономики. К февралю 2009 г. предполагается разработать нормативные акты, обеспечивающих допуск профессиональных участников рынка ценных бумаг к операциям рефинансирования Банка России, при этом центральному банку будут переданы функции надзора и регулирования экономических показателей соответствующих финансовых институтов. Реализация этих мер, вероятно, начнется уже во втором квартале 2009 г.

4. Принятие более четких и прозрачных критериев вложения средств пенсионных фондов и страховых компаний на рынке облигаций (например, введение критерия по рейтингам);
5. Расширение инвестиционной декларации Государственной управляющей компании (ГУК) за счет корпоративных облигаций наиболее надежных эмитентов.

Средства ГУК в сегменте негосударственных облигаций могут заменить капитал иностранных инвесторов. Появление системного спроса на широкий спектр корпоративных обязательств должно оказать оздоровительный эффект и будет способствовать восстановлению активности на первичном рынке облигаций. На наш взгляд, целесообразно инвестировать средства ГУК в инструменты с кредитным рейтингом на уровне BB-/BBB и выше, а также обязательства энергетических компаний. Именно эти классы активов, на наш взгляд, являются приемлемыми с точки зрения как надежности эмитентов, так и уровня ликвидности отдельных выпусков на вторичном рынке.

На первом этапе пенсионные средства могут вкладываться на вторичном рынке (поскольку здесь сформировались высокие уровни доходности, а восстановления активности на первичном долговом рынке до конца года не ожидается), а в дальнейшем и на первичных аукционах. Инвестиции могут быть структурированы следующим образом: 50% – в корпоративные облигации, 30% – в региональные и муниципальные и 20% – в обязательства эмитентов финансового сектора. Кроме того, чтобы поддержать ликвидность рублевых долговых обязательств на приемлемом уровне, доля вложений в один выпуск не должна превышать 10.0% его объема в обращении.

6. Заключение соответствующего соглашения между Национальным депозитарным центром и Euroclear, что позволит облегчить иностранным инвесторам доступ на внутренний рынок облигаций.

В случае либерализации курса рубля и создания необходимых условий для функционирования денежного рынка было бы целесообразно значительно упростить инвесторам-нерезидентам доступ на долговой рынок – в этом случае их доля уже к 2010 г. может составить около 30.0%, тогда как в настоящее время этот класс инвесторов представлен главным образом в сегменте рублевых еврооблигаций.

Размещение облигаций

Роль регулирующих органов в допуске эмитентов на рынок облигаций, по нашему мнению, должна возрасти. Право на выпуск рублевых долговых обязательств должны иметь организации, отвечающие определенным критериям (структура акционерного капитала, размер компании, наличие финансовой отчетности, возможно, определенный уровень кредитного рейтинга по национальной или международной шкале). Если потенциальный эмитент соответствует требованиям, дальнейшая процедура выпуска облигаций должна быть максимально упрощена. В частности, недопустима длительная регистрация эмиссии облигаций. Торги на вторичном рынке должны начинаться сразу после размещения инструмента на первичном рынке. Кроме того, мы считаем необоснованными ограничения по срокам и объемам выпуска долговых обязательств – на наш взгляд, эмитент должен определять эти параметры самостоятельно, руководствуясь текущей рыночной конъюнктурой.

Повышение уровня защищенности инвесторов

Мы считаем очень важным введение института кредитора, позволяющего эффективно урегулировать взаимоотношения инвестора и заемщика в случае дефолта.

Одной из причин низкой привлекательности рублевых долговых инструментов в условиях кризиса на мировых рынках заемного и акционерного капитала является правовая незащищенность держателей облигаций по сравнению с банками-кредиторами. Широкое распространение в России получила практика выпуска долговых обязательств компаний, не обеспеченных реальными активами или денежными потоками. На фоне финансового кризиса может сложиться ситуация, когда эмитенты будут просто не заинтересованы в погашении своих обязательств, что приведет к массовым дефолтам.

Серьезнейшим недостатком рублевого рынка облигаций является отсутствие возможности структурировать выпуски таким образом, чтобы обеспечить надлежащую степень защиты кредитора в случае дефолта эмитента. На наш взгляд, регулирующие органы должны выработать новые, гораздо более четкие и прозрачные стандарты эмиссионных документов. В частности, введение практики ковенантов и условий дефолта позволит повысить инвестиционную привлекательность вложений в рублевые активы.

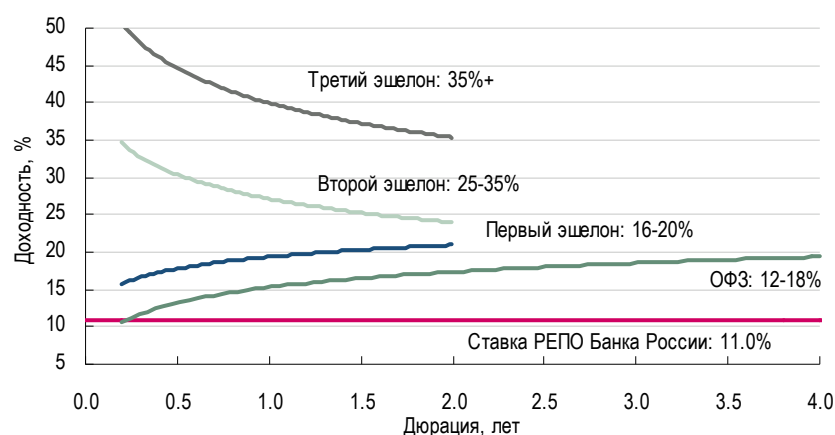
Ковенанты представляют собой строго обозначенные обязательства эмитента облигаций и позволяют снизить риски инвесторов в ценные бумаги, связанные с возможными негативными изменениями в бизнесе эмитента. При нарушении или изменении ковенантов у держателей бумаг возникает право на их досрочное погашение или продажу заемщику. Ковенанты являются наиболее эффективными рычагами защиты интересов инвесторов, поскольку менеджмент компании-эмитента принимает решения в первую очередь в интересах акционеров. Учитывая вышесказанное, наличие ковенантов в условиях выпуска позволяет эмитенту облигаций привлечь финансирование по более низкой цене.

Ковенанты достаточно четко определяют, при каких действиях в области управления компанией-заемщиком держатели ценных бумаг получают право требования досрочного исполнения обязательств. В этом списке мы выделяем в первую очередь изменение структуры обязательств заемщика, структуры акционерного капитала и структуры активов. В случае нарушения одного из обозначенных условий у инвестора наступает право предъявить облигации к досрочному погашению (а у эмитента – обязательство их погасить) по оговоренной ранее цене.

Доходности облигаций по эшелонам

Реформировать внутренний денежный рынок и рынок рублевых облигаций, на наш взгляд, вполне реально в течение первой половины 2009 г. Логичнее всего начать активную фазу реформы сразу после либерализации курса рубля и соответствующего повышения ставок. В этом случае российский рынок облигаций может уже во втором полугодии стать одним из наиболее привлекательных локальных рынков в сегменте развивающихся стран.

Рисунок 5. Ориентировочные уровни доходностей рублевых облигаций



Источник: оценка Ренессанс Капитала

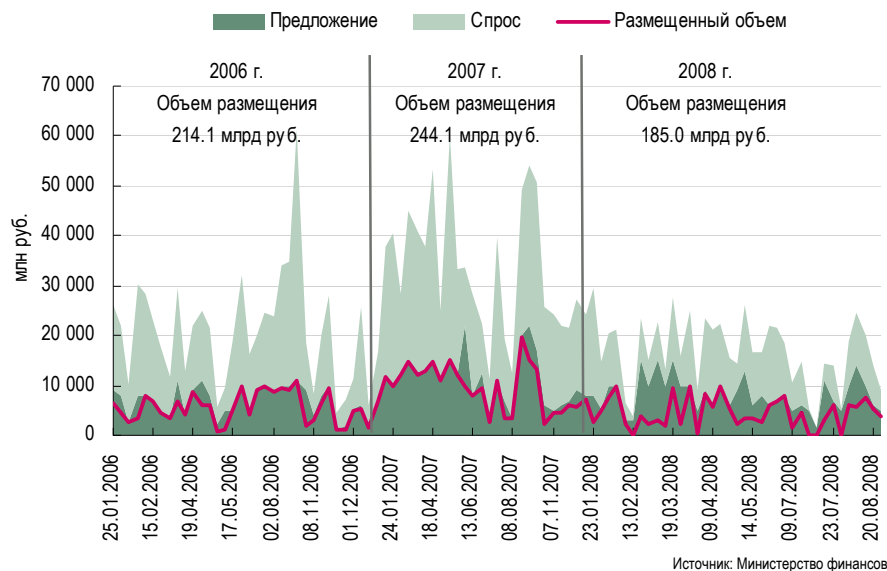
Исходя из 10-15%-ной девальвации рубля и предполагаемого повышения ставок на 200-300 б. п. рублевые облигации, по нашим оценкам, могут представлять интерес для инвесторов при следующих уровнях доходности.

ОФЗ. На наш взгляд, участников рынка могла бы заинтересовать доходность краткосрочных ОФЗ на уровне от 12.0% (при ключевой ставке 11.0%). Как мы уже писали, для формирования спроса на государственные долговые обязательства Министерство финансов могло бы начать размещение краткосрочных ОФЗ (со сроком обращения два-три года), предоставляя небольшие премии на каждом аукционе. Именно такой тактики Минфин придерживался в конце 2004 – начале 2005 гг., оживляя рынок гособлигаций.

10 декабря на заседании Правительства РФ была одобрена программа внутренних государственных заимствований на 2009 г. К сожалению, информации о точных объемах заимствований представлено не было, но, скорее всего, они будут соответствовать параметрам, вынесенным на обсуждение. Планируется, что объем эмиссии ОФЗ составит 410 млрд руб., а выпуск не обращающихся на вторичном рынке ГСО составит 125.8 млрд руб. (на 2008 г. планировалось соответственно 374 млрд руб. и 105 млрд руб.). Предполагается, что на средне- и долгосрочные выпуски (с погашением через 3, 5, 10 и 15 лет) придется около 98% заимствований.

Предложенные параметры программы государственных заимствований на 2009 г. в текущих рыночных условиях, на наш взгляд, не выглядят реалистичными. Очевидно, в настоящее время возможности привлекать заемные средства в прежних объемах у Минфина нет, так как рынок гособлигаций совершенно утратил ликвидность – с начала сентября 2008 г. состоялся только один аукцион по размещению ОФЗ (пятого сентября). Скорее всего, министерству придется сократить дюрацию предлагаемых инструментов, отказавшись на какое-то время от выпуска долгосрочных десяти-, пятнадцати- и тридцатилетних ОФЗ.

Рисунок 6. Спрос и предложение на аукционах ОФЗ в 2006-2008 гг.



Источник: Министерство финансов

Облигации первого эшелона. В первой половине 2009 г. доступ на первичный рынок облигаций, скорее всего, будет открыт только для корпоративных заемщиков с наилучшими кредитными характеристиками. При этом, чтобы привлечь рыночный спрос, даже эмитенты первого эшелона будут вынуждены вернуться к практике оферт. Сроки обращения новых долговых инструментов вряд ли будут превышать два-три года.

Текущие доходности негосударственных обязательств первого эшелона, по нашему мнению, уже соответствуют справедливым уровням. Дополнительный спрос на наиболее качественные выпуски может быть предъявлен со стороны ГУК в связи с расширением ее инвестиционной декларации. Кроме того, на покупку инструментов первого эшелона могут быть направлены средства, полученные участниками рынка в ходе оферт по обязательствам эмитентов второго и третьего эшелонов.

По нашим оценкам, в случае либерализации курса рубля доходности облигаций первого эшелона в первой половине 2009 г. могут установиться на уровне 16-20%.

Облигации второго и третьего эшелонов. В этом сегменте в первом полугодии доходности вряд ли опустятся до значений, при которых новые заимствования будут экономически оправданными для эмитентов. Более того, слабая структура выпусков и, соответственно, невысокий уровень защищенности инвесторов, скорее всего, сведут к минимуму интерес к покупке новых облигаций низкого кредитного качества, пусть и с более привлекательной доходностью. Скорее всего, большую часть следующего года инструменты второго и третьего эшелонов будут доступны только на вторичном рынке. При этом из-за повышенных ожиданий дефолтов кривые доходности в этих сегментах будут иметь инверсионную форму. По нашим оценкам, доходность облигаций второго эшелона в первом полугодии 2009 г. установится на уровне 25-35%. Для облигаций, не имеющих кредитного рейтинга, и большинства выпусков финансового сектора диапазон доходностей, скорее всего, окажется еще более широким и будет начинаться от 35.0%.

Внешние рынки

Мировой кризис в високосный год

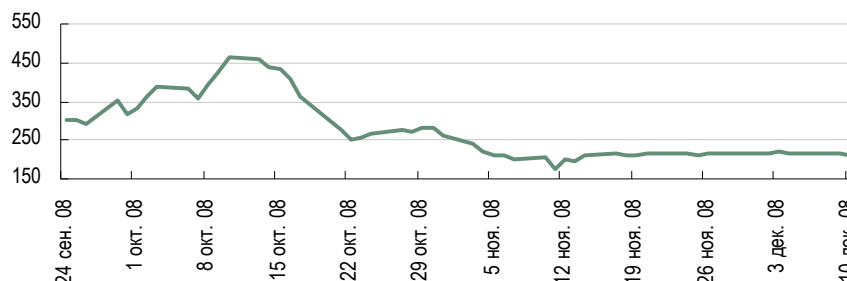
Високосный 2008 год принес множество разочарований мировой финансовой системе. Первая его половина, казалось, подарила инвесторам надежду на то, что кризис ипотечного рынка США в скором времени удастся локализовать, крупнейшая экономика мира избежит рецессии, а заметно окрепшие за последние несколько лет развивающиеся рынки не пострадают от массового оттока капитала. Эту иллюзию поддерживали неплохо функционировавшие денежные рынки, относительно стабильные кредитные спрэды, продолжавшийся рост цен на основные сырьевые товары и отсутствие значительного оттока капитала с развивающихся рынков. Но реальность оказалась намного жестче.

Во втором полугодии проблемы в мировой экономике стали нарастать как снежный ком. Кризис американской ипотеки довольно быстро трансформировался в кризис мировой финансовой системы в целом. Уровень использования финансового рычага оказался существенно выше, чем самые смелые прогнозы аналитиков, и объем плохих активов на балансах крупнейших финансовых институтов разрастался как раковая опухоль. Границей между «золотой эрой» мирового финансового рынка, когда благодаря аномально быстрому развитию рынка производных инструментов банкам удавалось получать прибыль буквально из воздуха, и новой реальностью стало банкротство Lehman Brothers.

Функционирование мирового денежного рынка прервалось на довольно продолжительное время в связи с полной потерей доверия в банковской системе. Столпы мировой финансовой индустрии стали рушиться, и только их массовая фактическая национализация уберегла этот сектор от новых громких банкротств. Кризис мировой финансовой системы быстро распространился и на реальный сектор, и мировая экономика оказалась перед угрозой самой глубокой рецессии за последние десятилетия. Цены на сырьевые товары сорвались в свободное падение. Начался глобальный процесс закрытия позиций, созданных с использованием финансового рычага. Мы получили кризис, поиски «дна» которого все еще продолжаются.

Денежные власти всего мира последние несколько месяцев предпринимали титанические усилия по спасению мировой финансовой системы, зачастую координируя свои действия. Главными мерами стали предоставление финансовым институтам практически неограниченных ресурсов ликвидности, массовое снижение процентных ставок, а также мероприятия по очистке балансов банков от плохих активов. Беспрецедентные шаги дали свои результаты: мировой денежный рынок, пусть и при поддержке государств, но возобновил работу.

Рисунок 7. TED-спрэд = LIBOR (3 месяца) – КО США (3 месяца)



Источник: Bloomberg

Вместе с тем, во многом искусственное функционирование денежного рынка тоже может оказаться лишь иллюзией изменения ситуации к лучшему, которую может с легкостью разрушить очередное крупное банкротство в финансовой сфере или реальном секторе экономики. При самом благоприятном развитии событий пройдет еще довольно продолжительное время (не менее нескольких месяцев), прежде чем каналы перераспределения ликвидности в банковской системе возобновят регулярную работу, а банки вернутся к рутинному кредитованию реального сектора экономики.

Рассматривать худшие сценарии развития ситуации в этом обзоре мы считаем довольно бессмысленным – если финансовые рынки ждут полный крах, профессия инвестиционного банкира исчезнет, как исчезли в свое время мамонты и динозавры. По понятным причинам нам хочется надеяться, что в ближайшие месяцы мировой кризис все же достигнет дна. И только когда это произойдет, имеет смысл начинать прогнозировать, во что обойдутся денежным властям всего мира меры по накачке финансовых систем почти бесплатной ликвидностью, приведут ли планы Г. Полсона, Б. Бернанке и др. к монетизации долга США и какой будет дальнейшая судьба американского доллара.

Развивающиеся рынки

Все происходящее на развивающихся рынках капитала в последние несколько месяцев можно охарактеризовать одним выражением – «бегство в качество». Надежды на то, что развивающийся рынок, или хотя бы отдельные его сегменты, может остаться островком стабильности, не оправдались. Главным убежищем стал американский доллар и номинированные в этой валюте государственные казначейские обязательства США. На этом фоне доходности краткосрочных КО США упали до близких к нулю значений и остаются на этих уровнях и сейчас.

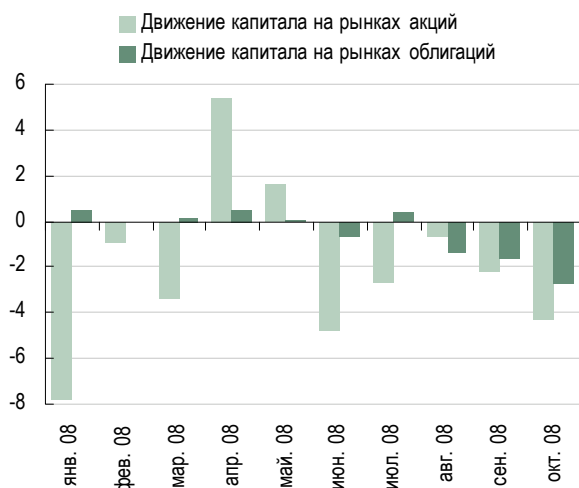
Рисунок 8. Доходности казначейских векселей США на один и три месяца



Источник: Bloomberg

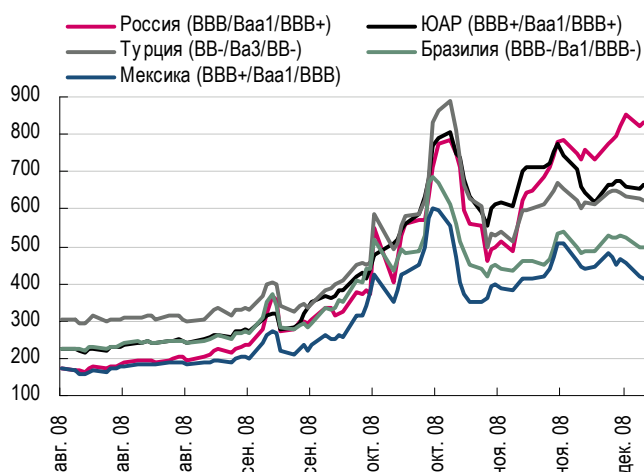
В условиях масштабного оттока средств с развивающихся рынков кредитные спрэды суверенных и корпоративных обязательств стремительно расширились до максимальных за многие годы величин.

Рисунок 9. Отток средств с развивающихся рынков, USD млрд



Источник: EPFR

Рисунок 10. Динамика спрэдов EMBI+



Источник: Bloomberg

В связи с падением цен на сырьевые товары перспективы развития стран с развивающейся экономикой существенно изменились к худшему. Многие государства столкнулись с проблемой ухудшения платежного баланса и роста бюджетного дефицита и необходимостью девальвировать национальную валюту. Рейтинговые агентства не замедлили отреагировать на эти тенденции и начали массовый пересмотр суверенных кредитных рейтингов.

МВФ и Всемирный банк спешат на помощь

В этой ситуации вновь возросла роль международных финансовых организаций, которые впервые за последние годы получили шанс доказать свою состоятельность. Поскольку обстоятельства требовали большей гибкости, существенно возросла оперативность предоставления резервных кредитов МВФ. Странам с более или менее налаженной экономикой теперь приходится преодолевать гораздо меньше барьеров, чтобы получить средства от фонда, а выдвигаемые условия не столь многочисленны и носят более адресный характер. В частности, МВФ ввел следующие упрощенные механизмы кредитования.

- В сентябре 2008 г. фонд привел в действие **механизм экстренного финансирования** (*Exogenous Shock Facility, ESF*), который представляет собой процедуру ускоренного предоставления средств странам с низкими доходами. Объем кредита может достигать до 25% взносов (квот) страны в МВФ в срочном порядке и до 75% взносов по стандартным условиям.
- 29 октября МВФ объявил о создании нового **механизма краткосрочного кредитования** (*Short-Term Liquidity Facility, SLF*) для поддержания ликвидности развивающихся стран с наиболее здоровой экономикой. По этой схеме будут предоставляться трехмесячные займы объемом до 500% уплаченных взносов (квот) странам с хорошей политической конъюнктурой и приемлемым уровнем долговой нагрузки — без выдвижения каких-либо дополнительных условий, стандартных для МВФ.

За последние два месяца МВФ интенсифицировал выдачу кредитных средств. К настоящему времени сумма одобренных или рассматриваемых кредитов достигает USD60 млрд (табл. 3).

Таблица 3. Объем предоставления финансовых ресурсов международными организациями, USD млрд

Страна	Источники	МВФ	ЕС	Всемирный банк	Страны	Всего	Страны, предоставившие кредиты	Статус
Украина		16.4		0.4		16.8		одобрен
Венгрия		15.7	8.1	1.3		25.1		одобрен
Сербия		0.52				0.5		одобрен
Пакистан		7.6				7.6		одобрен
Исландия		2.1			2.5	4.6	Дания, Финляндия, Норвегия, Швеция, Польша, Россия	одобрен, за исключением России
Турция		15-19				15-19		переговоры
Беларусь		2.0			2.0	6.0	Россия	одобрен
Латвия		2.10-3.85						переговоры
Индонезия				4.4		4.4		переговоры
Индия				3.0		3.0		переговоры

Источник: Bloomberg

Объем финансовых ресурсов в распоряжении МВФ составляет около USD250 млрд. Вполне вероятно, что с учетом масштабов мирового финансового кризиса этих денег может оказаться недостаточно. Вместе с тем, на заседании лидеров «Группы двадцати» была отмечена ведущая роль МВФ в реализации антикризисных мер и реформировании мировой финансовой архитектуры. Лидеры «двадцатки» выразили твердое намерение обеспечить наличие у МВФ, Всемирного банка и других финансовых организаций достаточных средств для выполнения их функций в рамках преодоления кризиса. Некоторые страны уже объявили о готовности предоставить заимствования МВФ, в частности, Япония заявила о намерении выделить МВФ USD100 млрд для пополнения ресурсов.

Россия: суверенный риск неоправданно дешев

Россия не фигурирует в списке стран, которым международные финансовые организации поспешили на помощь. Более того, несколько государств (Белоруссия, Исландия) обратились к России с просьбой о предоставлении финансовой поддержки, и стабилизационный кредит для Белоруссии уже был одобрен. Тем не менее, в последние месяцы российский сегмент еврооблигаций демонстрировал динамику существенно хуже рынка: инвесторы в срочном порядке выводили капитал из России.

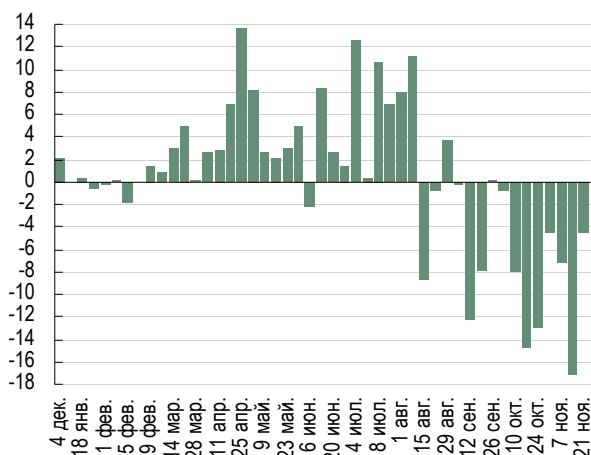
Таблица 4. Последние действия агентств по изменению суверенных рейтингов России

Дата	Рейтинговое агентство	Действие	Текущий рейтинг	Предыдущий рейтинг
8 декабря	S&P	Долгосрочный кредитный рейтинг по обязательствам в иностранной валюте понижен с прогнозом «негативный»	BBB	BBB+
10 ноября	Fitch	Прогноз по рейтингу изменен со «стабильного» на «негативный»	BBB+	BBB+
23 октября	S&P	Прогноз по рейтингу изменен со «стабильного» на «негативный»	BBB+	BBB+
19 сентября	S&P	Прогноз по рейтингу изменен с «позитивного» на «стабильный»		
16 июля	Moody's	Долгосрочный кредитный рейтинг по обязательствам в иностранной валюте повышен	Baa1	Baa2
27 марта	Moody's	Долгосрочный кредитный рейтинг по обязательствам в иностранной валюте помещен в список на пересмотр в сторону возможного повышения	Baa2	Baa2

Источник: Bloomberg

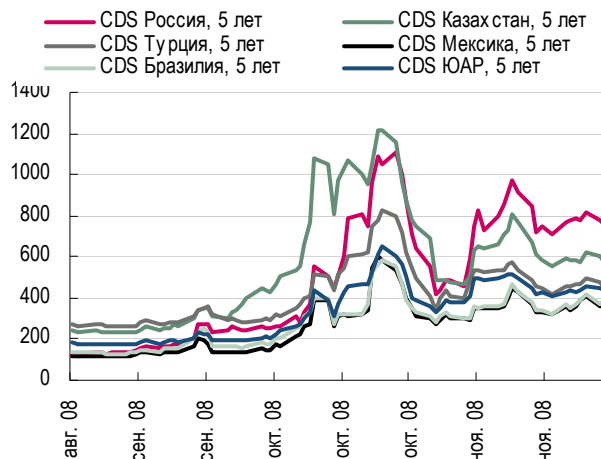
Резко обострившиеся взаимоотношения России с рядом западных стран (и в первую очередь с США) из-за конфликта между Грузией и Южной Осетией, разразившегося в начале августа, по всей видимости, самым неблагоприятным образом отразились на восприятии иностранными инвесторами российского риска. Дополнительным негативным фактором стали решения агентств Fitch и S&P, пересмотревших прогноз по суверенным рейтингам России (BBB+/BBB-/Baa1) на «негативный» 11 и 23 октября соответственно. Очевидно, что на рейтинговые агентства произвели сильное впечатление темпы, с которыми Банк России начал расходовать золотовалютные резервы в последние месяцы, чтобы не допустить резкой девальвации рубля.

Рисунок 11. Объем валютных интервенций Банка России, USD млрд



Источник: EPRF

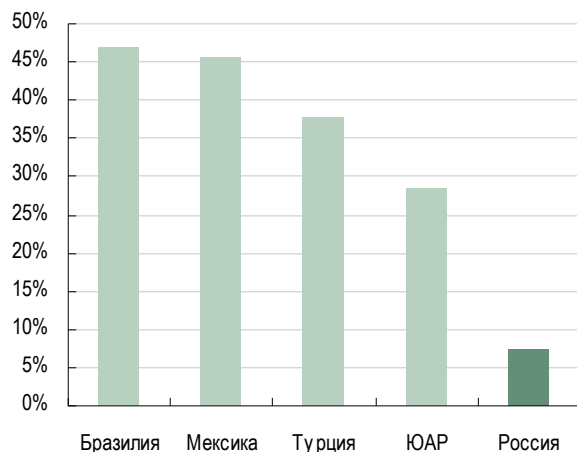
Рисунок 12. Динамика пятилетних CDS



Источник: Bloomberg

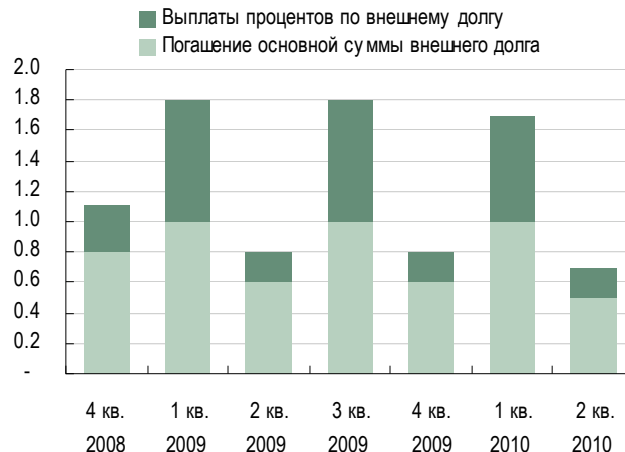
Если судить по уровню суверенных кредитных спредов и котировкам CDS, в настоящее время вероятность дефолта по суверенным обязательствам России существенно превышает аналогичные показатели для Бразилии, Мексики, Южной Африки или Турции, при том что, несмотря на действительно высокие темпы расходования резервов, их объем по-прежнему остается третьим в мире, а соотношение государственного долга России к ВВП составляет около 7.3%. Для сравнения, соотношение долга к ВВП у Турции, планирующей привлечь резервный кредит МВФ, составляет 37.7%, Бразилии – 46.8%, Мексики – 45.6%, ЮАР – 28.6%.

Рисунок 13. Отношение государственного долга к ВВП, %



Источник: S&P

Рисунок 14. График выплаты внешнего долга России, USD млрд



Источник: Банк России

Сопоставление фундаментальных характеристик экономики, уровня долговой нагрузки государства и текущих кредитных спрэдов приводит нас к главному выводу: суверенный риск России является сравнительно привлекательным.

Агентство S&P восьмого декабря все же приняло решение понизить суверенный рейтинг России на одну ступень (до уровня BBB) в связи с резким сокращением международных резервов и инвестиционных потоков. По мнению агентства, расходование резервов на поддержание курса в столь значительных объемах увеличивает вероятность скачков обменного курса в будущем. В принципе, логика агентства понятна, и с учетом его традиционно крайне консервативного подхода к оценке России решение о снижении рейтинга было ожидаемым. Действительно, достигнув пикового значения в середине июля (USD598 млрд), золотовалютные резервы России сократились к началу декабря до USD437 млрд. Вместе с тем, если сравнивать текущее отношение резервов к ВПП (27%) с уровнем сентября 2006 г. (29%), когда рейтинг России по шкале S&P был повышен до BBB+, то решение агентства все же выглядит довольно жестким. Кроме того, вполне вероятно, что с учетом последних шагов Банка России по плавной девальвации национальной валюты темпы расходования резервов на поддержку курса заметно упадут уже в первом квартале 2009 г.

Реакция рынка на снижение суверенного рейтинга России была более чем спокойной – котировки российских акций и облигаций почти не изменились. По-видимому, возможные негативные действия рейтинговых агентств уже были во многом учтены в текущих низких уровнях котировок. С нашей точки зрения, даже если еще одно рейтинговое агентство в ближайшие три – шесть месяцев последует за S&P (им вполне может оказаться Fitch), риск дальнейшего расширения суверенных спрэдов мы оцениваем как менее значительный по сравнению с потенциалом их сокращения на 200-300 б. п. (хотя бы до уровня Турции).

Сегмент корпоративных еврооблигаций: вынужденные продажи разрушили рыночную стоимость

На фоне резкого снижения котировок российских суверенных обязательств обвальное падение котировок корпоративных и банковских инструментов вряд ли является удивительным. За короткое время даже кредитные спрэды квазисуверенных еврооблигаций расширились более чем на 1000 б. п., а падение котировок составило десятки процентных пунктов. Снижение же котировок большинства инструментов, эмитированных частными компаниями и банками, оказалось настолько глубоким, что, глядя на текущие параметры выпусков, нетрудно перепутать их цену и доходность.

Распродажа в сегменте корпоративных облигаций российских эмитентов была во многом вызвана продажами со стороны западных фондов инструментов с фиксированной доходностью: многим из них пришлось сокращать позиции и привлекать дополнительную ликвидность, чтобы выполнить обязательства перед инвесторами, доверившими им свои средства. Напомним, что почти 100% размещений еврооблигаций в 2007-2008 гг. были абсорбированы иностранными хедж-фондами, вдохновленными на покупки, как тогда казалось, значительными премиями, которые российские заемщики предоставляли на аукционах.

На наш взгляд, нынешние ценовые параметры подавляющего большинства еврооблигаций российских корпораций и многих банков явно не соответствуют фундаментальным показателям эмитентов. Если же принять во внимание последние усилия правительства по поддержке крупнейших заемщиков, столкнувшихся с необходимостью погашения краткосрочных внешних обязательств в 2009 г., привлекательность этого сегмента рынка становится еще более очевидной.

Программа рефинансирования ВЭБ

Правительство поручило Внешэкономбанку (ВЭБ) рефинансировать задолженность российских заемщиков перед иностранными кредитными институтами, если эти обязательства были отражены на балансе до 25 сентября 2008 г. Суммарный объем программы составляет USD50 млрд. В первую очередь возможность рефинансировать обязательства получат компании, имеющие стратегическое значение и представляющие реальный сектор экономики, которые привлекали заемный капитал с целью финансирования программы капиталовложений либо покупки российских активов. По принятой схеме Банк России разместит в ВЭБ депозит на сумму USD50 млрд по ставке LIBOR+100 б. п. на срок до 31 декабря 2009 г. (срок может быть продлен). Минимальная ставка, по которой будет предоставляться рефинансирование, установлена на уровне LIBOR+500 б. п.

По состоянию на начало ноября наблюдательный совет ВЭБ одобрил выделение средств компаниям UC Rusal (USD4.5 млрд), Роснефть (USD800 млн), РЖД (USD270 млн), Альфа-Групп (USD2 млрд) и ГК ПИК (USD260 млн). Затем (до 24 ноября) получателями кредитов также стали Evraz Group (USD1.8 млрд), ВСМПО-АВИСМА (USD400 млн) и Ситроникс (USD125 млн). Сумма, выделенная ВЭБ, покрывает 70% потребностей в рефинансировании крупных долгов (синдицированные кредиты и выпуски еврооблигаций) корпоративных и финансовых заемщиков со сроками погашения в 2009 г.

Решимость денежно-кредитных властей России обеспечить замещение внешних заимствований внутренними значительно снижает риски рефинансирования краткосрочной внешней задолженности для корпоративных заемщиков и представителей финансового сектора.

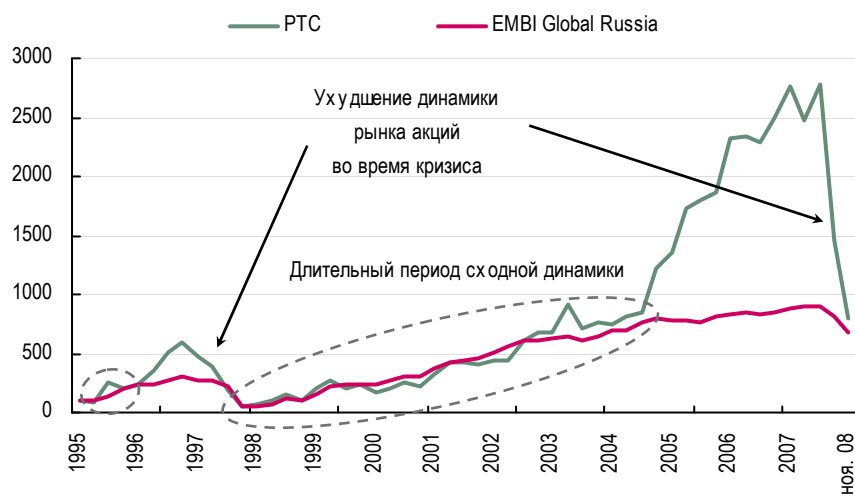
Еврооблигации – лучшая альтернатива рынку акций

На наш взгляд, сегмент корпоративных еврооблигаций в настоящее время является, пожалуй, самым интересным для инвестиций на российском финансовом рынке. Уровень доходности долларовых инструментов зачастую существенно превосходит аналогичные показатели для рублевых облигаций, несмотря на по-прежнему сильные ожидания дальнейшего снижения курса рубля. Более того, в условиях глобального замедления экономики и слабых надежд на восстановление цен на сырьевых рынках корпоративные еврооблигации российских эмитентов, по нашему мнению, потенциально предоставляют более интересную возможность заработать по сравнению с рынком акций.

Отрадно, что несоответствие кредитных характеристик эмитентов и доходностей еврооблигаций (на уровне 20-40%) не осталось незамеченным даже в текущей ситуации, не особенно благоприятной для инвестиций. Мы отмечаем существенное повышение активности в сегменте российских валютных обязательств в ноябре. Покупки совершают главным образом иностранные хедж-фонды, ранее проявлявшие гораздо больший интерес к российскому рынку акций, а также российские инвесторы (преимущественно банки).

В условиях углубления рецессии мировой экономики рынок долговых обязательств, по нашему мнению, может показать лучшую динамику по сравнению с индексами рынков акций. Как видно из данных прошлых периодов, российские рынки еврооблигаций и акций демонстрировали сходную динамику в течение почти шести лет после кризиса 1998 г.

Рисунок 15. Динамика индексов EMBI Global Russia и PTC (1 января 1996 г. = 100)



Источник: Bloomberg

Насколько глубоким оказалось падение?

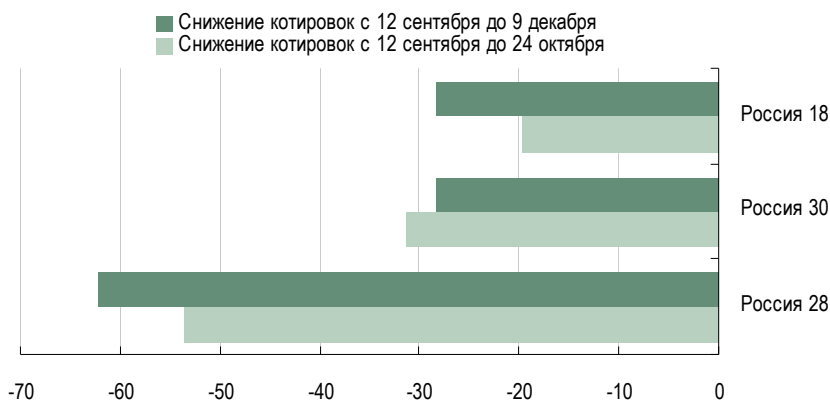
Оцениваем потенциал роста

Мы оцениваем перспективы еврооблигаций российских эмитентов, принимая во внимание три уровня котировок – на 12 сентября (незадолго до краха Lehman Brothers), 24 октября («дно» рынка) и 10 декабря (на момент написания материала) – чтобы представить, насколько быстро и сильно восстановился рынок (если восстановился) с локального «дна». Наши основные выводы приведены ниже.

Суверенные еврооблигации

Наиболее значительно упали котировки выпуска Россия 28 – на 24 октября они снизились на 53 п. п. до 118.0, а с того времени просели еще на несколько процентных пунктов, что стало худшим результатом среди длинных еврооблигаций. С точки зрения спредов к КО США Россия 28 по-прежнему является наиболее привлекательным инструментом с премией относительно выпуска Россия 30 порядка 20-25 б. п.

Рисунок 16. Динамика котировок суверенных еврооблигаций России



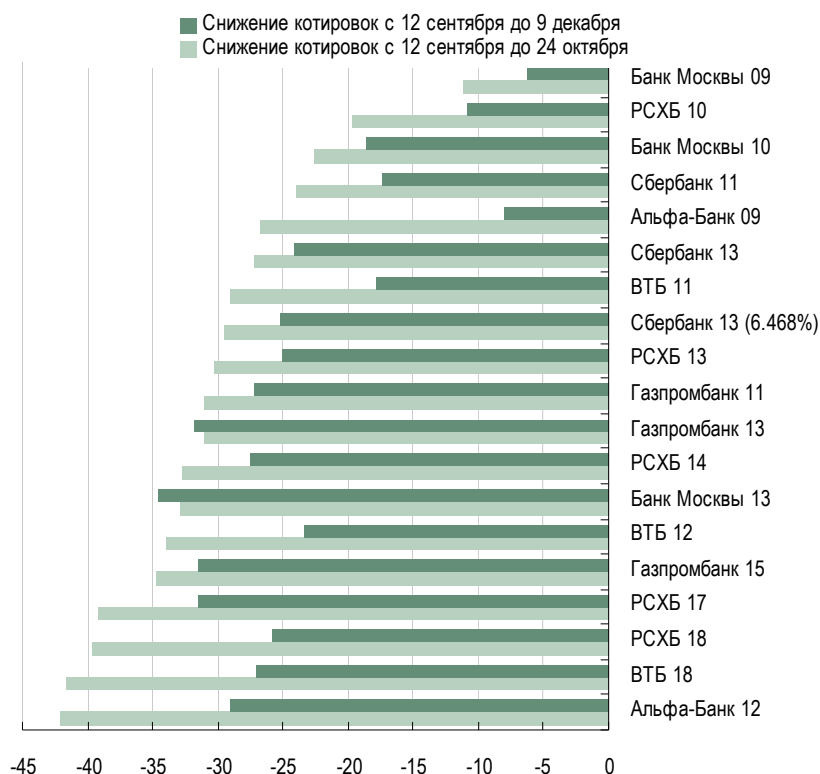
Источник: Bloomberg

Крупнейшие банки

(преимущественно с государственным участием)

В зависимости от дюрации котировки еврооблигаций этих эмитентов упали на 25-40 п. п., наиболее ощутимые потери понесли выпуски ВТБ 18, РСХБ 17, РСХБ 18 и Альфа-Банк 12. Медленнее всего восстанавливались котировки обязательств Банка Москвы с погашением в 2010 и 2013 гг., а также выпуска Газпромбанк 13. Наиболее привлекательное соотношение кредитных характеристик и доходности, на наш взгляд, представлено в еврооблигациях ВТБ, которые торгуются с премией к кривой доходности Сбербанка на уровне 200-300 б. п.

Рисунок 17. Динамика котировок еврооблигаций российских банков

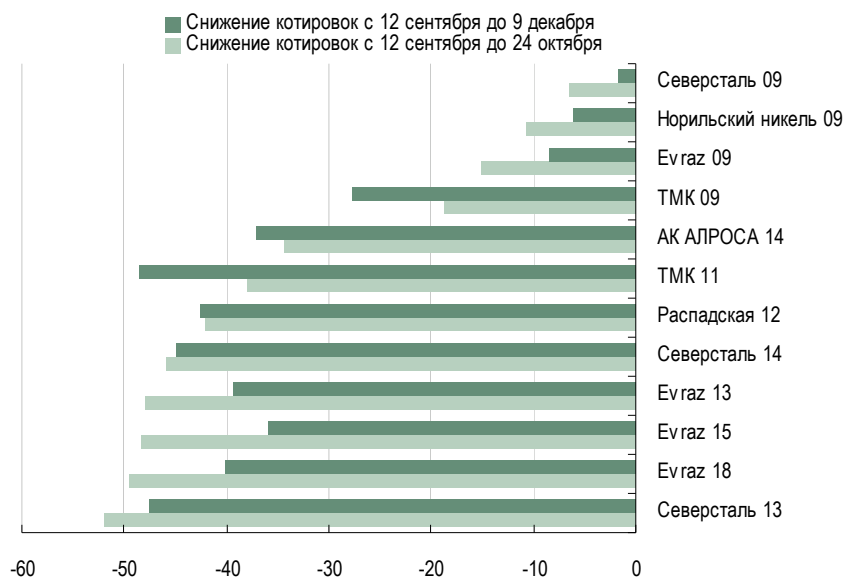


Источник: Bloomberg

Металлургия и горнодобывающая промышленность

В этом сегменте рынка произошло наиболее глубокое падение стоимости обязательств – в среднем на 40-50 п. п. Быстрее всего восстанавливались котировки еврооблигаций Evraz Group, тогда как обязательства ТМК, Северстали и Распадской продолжили движение вниз. По соотношению кредитного качества и доходности наиболее значительный потенциал роста мы видим в выпусках Северсталь 13, Северсталь 14 и Распадская 12.

Рисунок 18. Динамика котировок еврооблигаций горнодобывающих и металлургических компаний

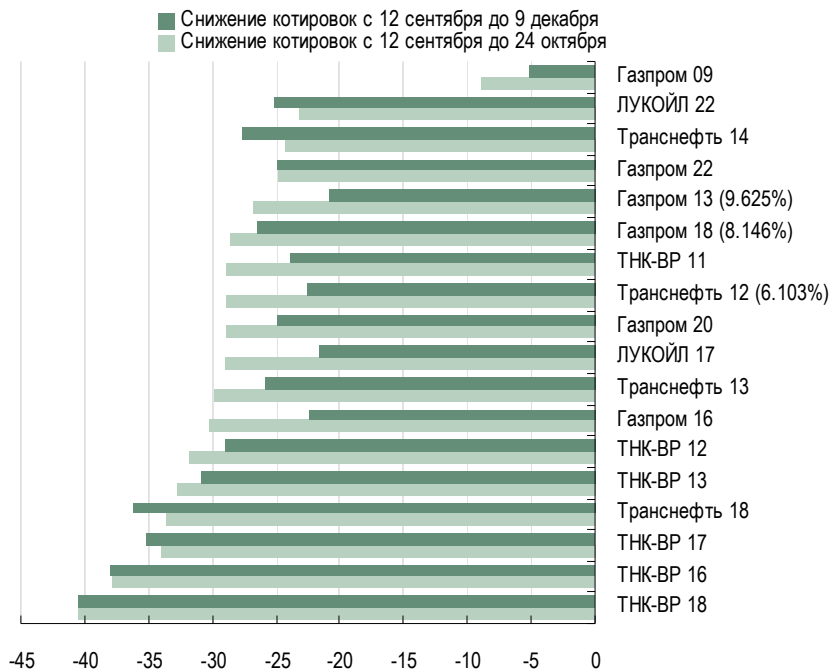


Источник: Bloomberg

Нефтегазовая промышленность

В период с 12 сентября по 24 октября снижение стоимости еврооблигаций представителей нефтегазового сектора составило в среднем 30 п. п. Быстрее всего восстановились котировки обязательств Газпрома и ЛУКОЙЛа. Наиболее значительный потенциал роста, по нашему мнению, имеют выпуски Транснефть 14 и Транснефть 18, а также долговые инструменты ТНК-ВР.

Рисунок 19. Динамика котировок еврооблигаций нефтегазового сектора

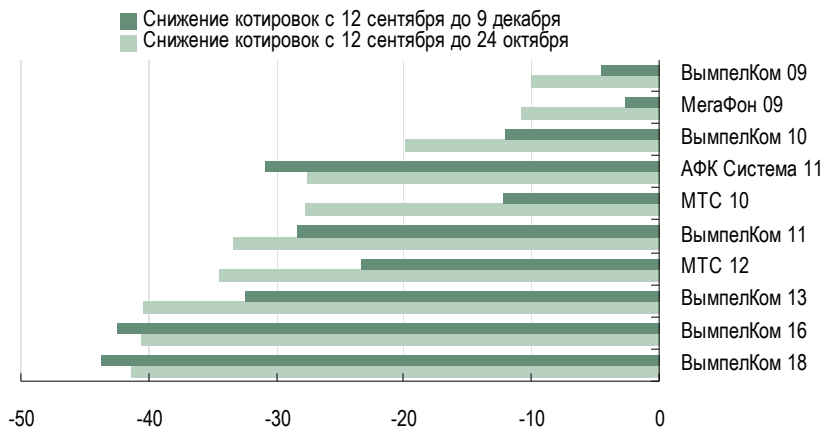


Источник: Bloomberg

Телекоммуникации

Цены на облигации эмитентов сектора телекоммуникаций упали на 30-40 п. п., причем хуже рынка оказалась динамика более длинных инструментов ВымпелКома. По потенциалу роста стоимости наши фавориты – еврооблигации ВымпелКом 11, ВымпелКом 16 и ВымпелКом 18. Кроме того, обращает на себя внимание существенно более глубокое по сравнению с обязательствами МТС падение котировок в выпуске АФК Система 11. Спрэд АФК Система 11 – МТС 10 с конца сентября расширился с 75-100 б. п. до 1500 б. п.

Рисунок 20. Динамика котировок еврооблигаций телекоммуникационных компаний



Источник: Bloomberg

Торговые рекомендации для инвестиций в сегменте корпоративных еврооблигаций

Таблица 5. Наши фавориты в сегменте еврооблигаций российских корпоративных эмитентов

Инструмент	Цена, % от номинала	Доходность, %	Дюрация, лет	Номинальный спред к КО США, б. п.	Количество бумаг в обращении, млн	Валюта	Ставка купона, %	Период выплаты купона, дней	Дата выпуска	Дата погашения (оферты)	Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch)	ISIN
Квазисуверенные еврооблигации												
Газпром 13 (9.625%)	86.84	13.84	3.40	1255	1750	USD	9.625	181	1 мар. 2003	1 мар. 2013	BBB/A3/BBB	XS0164067836Corp
Газпром 34 (оферта 28 апр. 2014 г.)	72.62	18.64	2.57	1758	1006	USD	7.201	184	28 апр. 2004	28 апр. 2014	BBB/A3/BBB	XS0191754729Corp
Газпром 20	79.66	11.02	9.11	833	1200	USD	8.625	182	23 июл. 2004	1 фев. 2020	BBB+/-/BBB+	XS0197695009 Corp
Транснефть 13	73.21	16.10	3.72	1474	600	USD	7.7	184	7 авг. 2008	7 авг. 2013	BBB+/A2/ –	XS0381365690Corp
Транснефть 14	61.76	17.00	4.28	1551	1300	USD	5.67	181	5 мар. 2007	5 мар. 2014	BBB+/A2/ –	XS0288747669Corp
Транснефть 18	62.41	16.66	5.59	1483	1050	USD	8.7	184	7 авг. 2008	7 авг. 2018	BBB+/A2/ –	XS0381439305Corp
ВТБ 11	82.53	15.34	2.53	1429	450	USD	7.5	182	12 окт. 2004	12 окт. 2011	BBB+/Baa1/BBB+	XS0202919667Corp
ВТБ 11 (8.25%)	81.63	17.77	2.29	1545	1000	EUR	8.25	370	25 июн. 2008	30 июн. 2011	BBB+/Baa1/BBB+	XS0372322460Corp
ВТБ 12	69.79	17.70	3.35	1642	1200	USD	6.609	181	31 окт. 2007	31 окт. 2012	BBB+/Baa1/BBB+	XS0328682587Corp
ВТБ 18 (оферта 28 мая 2013 г.)	66.34	18.14	3.74	1654	2000	USD	6.875	181	28 май. 2008	28 май. 2013	BBB+/Baa1/BBB+	XS0365923977Corp
ВТБ 35 (оферта 30 июн. 2015 г.)	56.75	11.49	9.02	880	1000	USD	6.25	183	30 июн. 2005	30 июн. 2015	BBB+/Baa1/BBB+	XS0223715920Corp
Нефтегазовый сектор												
ТНК-ВР 11	71.21	22.03	2.29	2107	500	USD	6.875	184	18 июл. 2006	18 июл. 2011	BB/Baa2/BBB-	XS0261906142Corp
ТНК-ВР 12	61.46	23.73	2.86	2257	500	USD	6.125	181	19 мар. 2007	20 мар. 2012	BB/Baa2/BBB-	XS0292529046Corp
ТНК-ВР 13	61.04	22.09	3.43	2079	600	USD	7.5	181	10 окт. 2007	13 мар. 2013	BB/Baa2/BBB-	XS0325013034Corp
ТНК-ВР 16	48.53	21.56	4.76	1997	1000	USD	7.5	184	18 июл. 2006	18 июл. 2016	BB/Baa2/BBB-	XS0261906738Corp
ТНК-ВР 17	43.42	21.57	5.21	1985	800	USD	6.625	181	19 мар. 2007	20 мар. 2017	BB/Baa2/BBB-	XS0292530309Corp
ТНК-ВР 18	45.81	21.67	5.15	1996	1100	USD	7.875	181	10 окт. 2007	13 мар. 2018	BB/Baa2/BBB-	XS0324963932Corp
Горнодобывающая промышленность и металлургия												
Распадская 12	52.23	31.07	2.91	2990	300	USD	7.5	181	22 май. 2007	22 май. 2012	– /Ba3/B+	XS0301347372Corp
Северсталь 13	51.09	29.93	3.23	2868	1250	USD	9.75	184	29 июл. 2008	29 июл. 2013	BB/Ba2/BB	XS0376189857Corp
Северсталь 14	49.31	28.10	3.73	2674	375	USD	9.25	182	19 апр. 2004	19 апр. 2014	BB/Ba2/BB-	XS0190490606Corp
ТМК 09	72.37	56.31	0.76	5599	300	USD	8.5	181	28 сен. 2006	29 сен. 2009	BB-/Ba3/ –	XS0269513213Corp
ТМК 11	50.56	43.25	2.10	4236	600	USD	10	184	29 июл. 2008	29 июл. 2011	BB-/Ba3/ –	XS0373732063Corp
Банковский сектор												
Промсвязьбанк 10	65.24	36.37	1.65	3566	200	USD	8.5	182	4 окт. 2005	4 окт. 2010	BB-/Ba2/B+	XS0231242115Corp
Промсвязьбанк 11	48.67	40.78	2.39	3979	225	USD	8.75	182	20 окт. 2006	20 окт. 2011	BB-/Ba2/B+	XS0272236489Corp

Примечание. Данные в таблице приведены по состоянию на 10 декабря 2008 г.

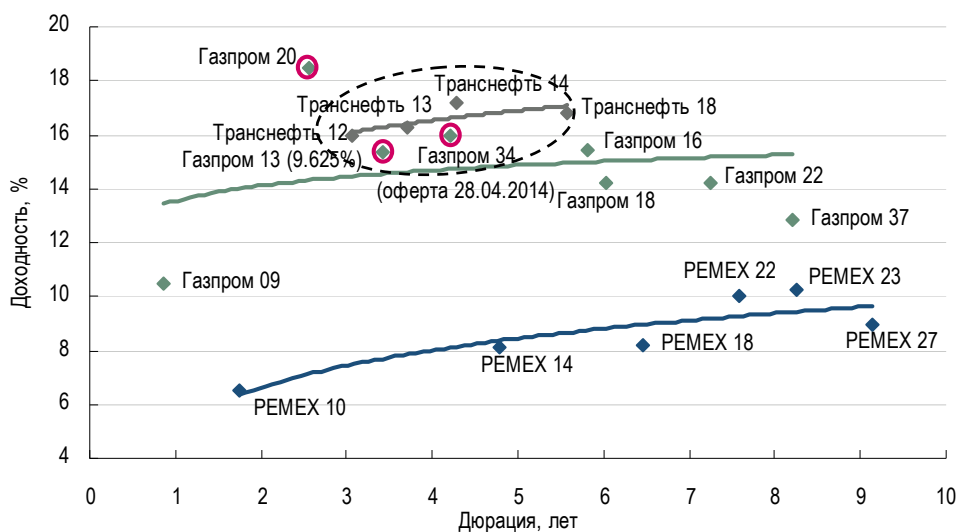
Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Газпром и PEMEX

Мы хотели бы привлечь внимание инвесторов к сильнейшему квазисуверенному заемщику России – Газпрому – и его долларовым еврооблигациям. Консервативным инвесторам мы рекомендуем открыть длинные позиции в выпусках Газпром 13 (доходность 9.625%) и Газпром 34 (доходность к оферте около 15%, оферта 28 апреля 2014 г.). Отличную инвестиционную возможность представляет также выпуск Газпром 20 с несколько более сложной структурой. Обслуживание и погашение долга гарантировано поступлением выручки по двум экспортным контрактам, при этом коэффициент покрытия составляет около 2000%. Агентства S&P и Fitch присвоили этому инструменту рейтинги BBB+, что на одну ступень выше соответствующих показателей необеспеченных выпусков Газпрома. По всей видимости, в связи со сложной амортизационной структурой (дюрация около 2.5 лет) и сравнительно низкой ликвидностью доходность выпуска Газпром 20 (17-18%) на 200-300 б. п. превышает показатели обыкновенных еврооблигаций Газпрома.

Премия кривой доходности обязательств Газпрома (BBB/A3/BBB) к кривой компании PEMEX (BBB+/Baa1/BBB, на наш взгляд, неоправданно высока. Спрэд между кривыми Газпрома и PEMEX расширился за последние месяцы с 200 б. п. почти до 800 б. п.

Рисунок 21. Еврооблигации Газпрома и PEMEX



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Кредитные риски Газпрома, по нашей оценке, несколько ниже. Российский газовый концерн уступает компании PEMEX по выручке не более чем 10%, а по рентабельности EBITDA – порядка 10 п. п. С другой стороны, режим налогообложения в России более благоприятный, что дает преимущество на уровне операционных денежных потоков (разница почти двукратная).

PEMEX – компания с более высоким уровнем долговой нагрузки (соотношение Долг/EBITDA с учетом корректировок порядка 1.5, прогноз Газпрома на конец 2008 г. – 1.0), поскольку значительная часть ее капитальных затрат традиционно финансировалась за счет выпуска долговых инструментов. Газпром, напротив, значительно наращивал долг только при финансировании приобретений. Что касается ликвидности, на дату составления последней отчетности денежные средства на балансе обоих эмитентов с избытком превышали краткосрочный долг.

И Газпром, и PEMEX являются стратегически важными предприятиями с точки зрения налоговых платежей и сведения платежного баланса, принося значительную часть экспортных поступлений и бюджетных доходов. В отличие от Газпрома, за PEMEX законодательно закреплён статус монополии в большинстве сегментов разведки, добычи и переработки нефти и газа.

С нашей точки зрения, Газпром будет более устойчивым к падению цен на нефть благодаря государственному регулированию – и регулярному повышению вне зависимости от ценовой конъюнктуры на рынке нефти – тарифов на поставку газа на оптовый рынок и услуги по транспортировке газа третьих сторон. Позиции REMEX в большей степени чувствительны к волатильности цен на сырьевые товары.

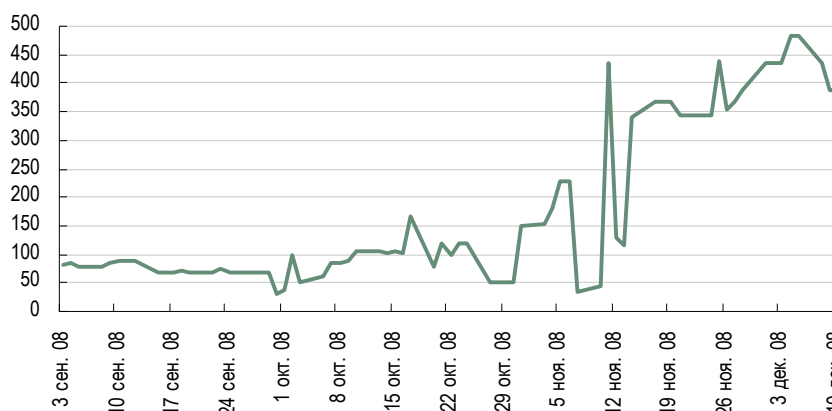
Транснефть: самый привлекательный квазисуверенный риск

По нашему мнению, заслуживают внимания и еврооблигации Транснефти, показавшие худшую динамику по сравнению с другими квазисуверенными бумагами. Мы рекомендуем пополнить портфели выпусками Транснефть 14 и Транснефть 18, доходность которых достигает 16-17% – в этом случае премия к кривой доходности Газпрома приближается к 300 б. п. Спрэд между долгосрочными обязательствами Газпрома и Транснефти сильно расширился за последнюю неделю октября, главным образом из-за стремительного восстановления котировок бумаг Газпрома. Мы ожидаем, что спреды длинных выпусков Транснефти в ближайшие недели сузятся на 100-150 б. п., что соответствует росту котировок на 7-10 п. п.

На данный момент рейтинг Транснефти от агентства Moody's на два пункта превышает суверенный (A2, прогноз «стабильный» против Baa1, прогноз «позитивный»), а по шкале S&P находится на одном уровне с суверенным (BBB, прогноз «негативный»). Следует также отметить, что еврооблигации Транснефти могут быть использованы в операциях РЕПО на межбанковском рынке.

Все обязательства Транснефти относятся к долгосрочным (ближайший срок погашения еврооблигаций наступает в 2012 г.), тогда как все банковские кредиты, напротив, привлекались на короткие сроки. Впрочем, единственным банком-кредитором компании является Сбербанк, и представляется маловероятным, что он откажется от продления кредитов. Пресса недавно привлекла внимание к определенным разногласиям между Транснефтью и Сбербанком в вопросах стоимости заимствований, но разрешение споров не вызывает сомнений, а значит, возможности Транснефти по рефинансированию долгов не будут поставлены под угрозу.

Рисунок 22. Спрэд Транснефть 18 – Газпром 16, б. п.



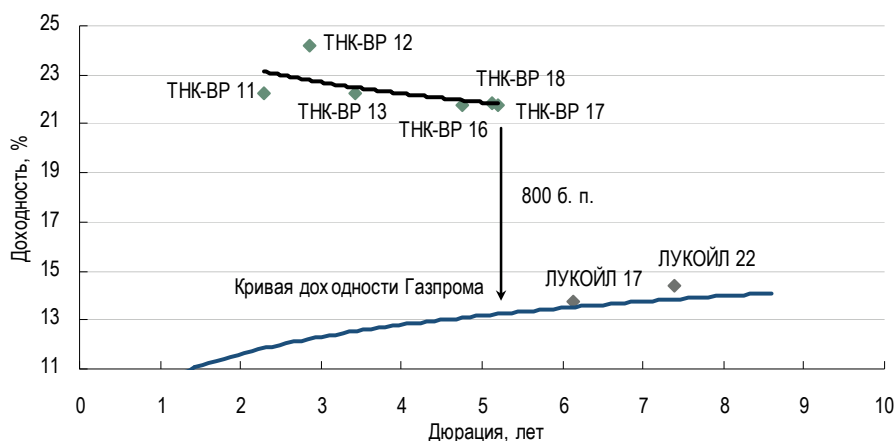
Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

ТНК-ВР – лучшая альтернатива еврооблигациям ЛУКОЙЛа

В сегменте еврооблигаций представителей нефтегазовой отрасли мы также рекомендуем обратить внимание на выпуски ТНК-ВР, у которых премии по доходности к инструментам ЛУКОЙЛа достигают гигантских значений – 800 б. п. Судя по кривой доходности, наиболее недооцененными выглядят краткосрочные выпуски ТНК-ВР 11, ТНК-ВР 12 и ТНК-ВР 13. Вместе с тем, следует отметить, что с точки зрения абсолютного значения котировок долгосрочные выпуски ТНК-ВР 16, ТНК-ВР 17 и ТНК-ВР 18 также привлекательны. Котировки этих инструментов на уровне ниже 50% от номинала являются минимальными среди еврооблигаций российских эмитентов с рейтингами инвестиционного уровня.

При более благоприятной конъюнктуре разрешение в сентябре конфликта акционеров компании, несомненно, приветствовалось бы участниками рынка. Характеристики кредитного качества ТНК-ВР представляются нам более привлекательными по сравнению с ЛУКОЙЛом ввиду существенно меньшего аппетита к наращиванию активов у ТНК-ВР и более низкой чувствительности к изменению ценовой конъюнктуры на рынке нефти.

Рисунок 23. Кривая доходности еврооблигаций ТНК-ВР



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

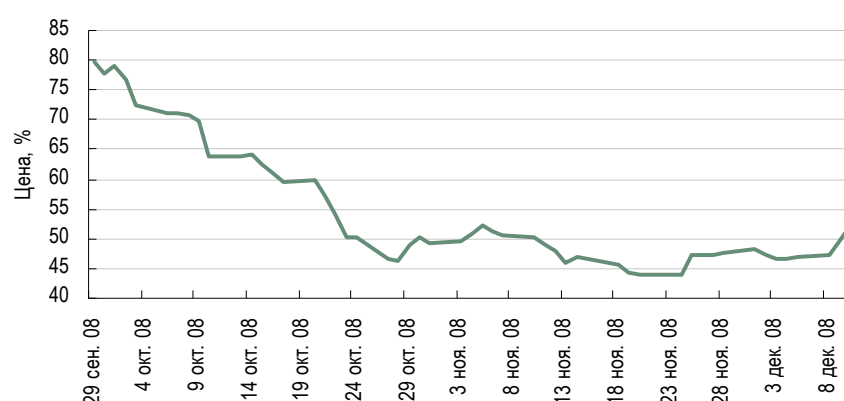
Распадская 12: высокая надежность эмитента

Мы рекомендуем покупать выпуск Распадская 12 на уровне 47-50 (доходность 33-35%) и держать в портфелях в течение трех-шести месяцев. Ввиду незначительной долговой нагрузки и исключительно высоких показателей рентабельности эмитента этот выпуск можно отнести к самым надежным российским еврооблигациям в корпоративном сегменте. Однако возможности по использованию бумаг Распадская 12 в операциях РЕПО ограничены, следовательно, данная рекомендация подойдет инвесторам, не испытывающим недостатка в денежных средствах. Основные преимущества эмитента:

- Распадская – второй по величине в России и шестой в мире производитель угля коксующихся марок (в 2007 г. объем выпуска рядового угля и угольного концентрата составил 13.6 и 10.2 млн тонн соответственно).
- Себестоимость производства одна из наиболее низких в мире: удельные денежные затраты составляют USD18.5 на тонну рядового угля и USD26.4 на тонну угольного концентрата.
- Исключительно высокая рентабельность благодаря благоприятной ценовой конъюнктуре. В январе-июне 2008 г. средняя цена на концентрат достигала USD 141 за тонну, в контрактах на вторую половину года заложена цена USD215 за тонну. По отчетности за первое полугодие рентабельность EBITDA составляла 72%. Хотя цены на продукцию должны снизиться в 2009 г., запас прочности у Распадской достаточно велик.

- Незначительная долговая нагрузка: чистый долг на 30 июня 2008 г. не превышал USD171 млн, а к концу 2008 г. мы прогнозируем сокращение долга до нуля (Распадская даже может получить резерв наличности благодаря значительным денежным потокам и рациональному расходованию полученных средств). Весь долг компании – это собственно еврооблигации Распадская 12 на сумму USD300 млн; следовательно, отсутствуют риски рефинансирования, при консервативной финансовой политике компания сможет погасить выпуск за счет операционных денежных потоков, а за счет денежных средств и депозитов в размере USD150 млн и генерации денежных потоков Распадская могла бы выкупить с рынка свои обязательства.

Рисунок 24. Динамика котировок выпуска Распадская 12



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Северсталь 13 и Северсталь 14: премии к Evraz Group быть не должно

Мы рекомендуем инвестировать в выпуски Северсталь 13 и Северсталь 14, котировки которых являются минимальными в сегменте еврооблигаций металлургических компаний. Доходность этих инструментов на уровне 28-30% обеспечивает хорошую компенсацию за кредитные риски. В настоящее время еврооблигации Северстали торгуются с премией по доходности в 200-300 б. п. относительно инструментов Evraz Group, однако учитывая более значительный объем денежных средств на балансе и меньшие потребности в рефинансировании мы, безусловно, отдаем предпочтение выпускам Северстали.

По состоянию на 30 сентября 2008 г. размер денежных средств и депозитов Северстали был равен USD3.2 млрд. Впоследствии компания привлекла пятилетний кредит на USD1.2 млрд (с полуторагодовым льготным периодом по выплате основной суммы долга) на покупку PBS Coals, но заплатила всего USD830 млн, добавив таким образом еще USD370 млн к резерву денежных средств. Даже после объявления о выплате дивидендов Северсталь сможет выплатить USD1.85 млрд краткосрочных долгов за счет собственных средств.

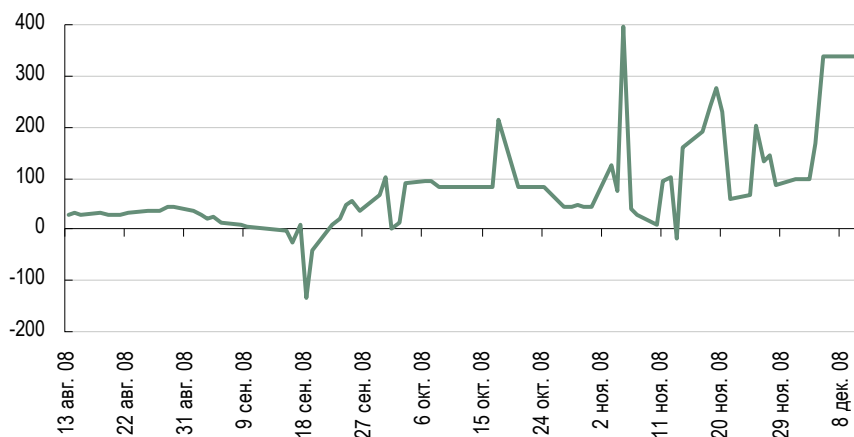
С другой стороны, возможным вариантом для Северстали является рефинансирование через ВЭБ, что позволило бы компании направить высвобождающиеся средства на реализацию инвестиционной программы или покупку новых, значительно подешевевших активов. В начале декабря компания сообщила, что намерена подать заявку в ВЭБ для получения кредита на рефинансирование выпуска Северсталь 09 (USD325 млн).

За январь-сентябрь 2008 г. Северсталь продемонстрировала рекордные финансовые результаты. EBITDA за отчетный период составила USD5 млрд (+70% к показателю аналогичного периода 2007 г.), из них USD2.2 млрд только в третьем квартале, при рентабельности EBITDA на уровне 28.9%. Главный актив – дивизион «Российская сталь» – заработал в третьем квартале EBITDA в размере USD1.4 млрд (соответствует рентабельности EBITDA в 39.3%).

На быстрорастущем рынке оборотный капитал компании значительно увеличился – с USD1.5 млрд на 31 декабря 2007 г. до USD3.6 млрд на 30 сентября 2008 г. Ликвидация складских запасов и погашение дебиторской задолженности могут стать дополнительными источниками ликвидности в 2009 г., однако в четвертом квартале 2008 г. может произойти дальнейшее увеличение оборотного капитала из-за ухудшения платежной дисциплины потребителей.

Ближайшие перспективы не добавляют оптимизма, но позиции Северстали достаточно прочны, чтобы пережить кризис. Собственный прогноз компании на четвертый квартал предполагает чистую прибыль, близкую к нулевой; с другой стороны, многие международные компании, по нашим оценкам, понесут серьезные убытки. Мы ожидаем восстановления цен на стальную продукцию во второй половине 2009 г., принимая во внимание повсеместное сокращение производства, что обеспечит Северстали преимущество.

Рисунок 25. Спрэд Северсталь 13 – Евраз 13, б. п.



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

ТМК: для инвесторов с высокой толерантностью к кредитным рискам

На фоне развития мирового кризиса в последние месяцы котировки еврооблигаций ТМК находились, пожалуй, под самым сильным давлением. Открытие позиций в выпусках ТМК означало бы принятие достаточно высоких кредитных рисков. Но игра, возможно, стоит свеч. Тем не менее, на данный момент мы считаем, что компания с высокой вероятностью успешно рефинансирует краткосрочную внешнюю задолженность – банки с государственным участием, судя по всему, начали оказывать ей определенную поддержку.

Еврооблигации ТМК предлагают самую высокую доходность в российском корпоративном сегменте. После резкого падения котировок они торгуются на уровнях, предполагающих высокую вероятность дефолта эмитента. Короткие выпуски ТМК 09 (доходность около 60%) и ТМК 11 (50-55%) могли бы принести инвесторам огромную прибыль, если компания докажет свою финансовую состоятельность, или даже благодаря высокому коэффициенту возврата долга в случае дефолта.

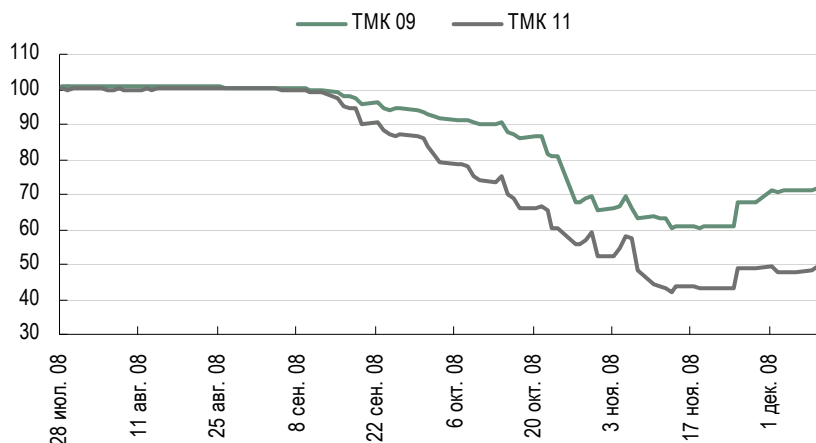
Мы отдаем предпочтение выпуску ТМК 11 ввиду более низких котировок, несмотря на то, что он торгуется с меньшей доходностью, чем более короткий ТМК 09. Во-первых, в случае дефолта даже взыскания 50% долга компании будет достаточно для возврата вложений, тогда как покупателям бумаг ТМК 09 потребуется получить 70% задолженности (*recovery value*), чтобы компенсировать свои инвестиции. Во-вторых, если ТМК решит вопросы рефинансирования краткосрочной задолженности, потенциал роста котировок более длинного и более дешевого выпуска ТМК 11 окажется значительнее.

Риски рефинансирования действительно высоки: по состоянию на конец сентября общий долг компании достигал USD3.3 млрд. По нашей оценке, в следующем году ей необходимо погасить приблизительно USD2.7 млрд с учетом процентов. Указанная сумма включает известные крупные обязательства в размере USD1 млрд, выплату Evraz Group USD580 млн за оставшиеся 49% акций NS Group (срок действия опциона истекает в октябре) и USD0.8-1 млрд краткосрочной задолженности перед российскими банками.

Помогут ли ТМК банки, подконтрольные государству? Как мы полагаем, отечественные банки согласятся на пролонгацию (рефинансирование) текущих долгов компании. В сложившейся на рынке ситуации у ТМК, на наш взгляд, не остается других вариантов, кроме как обратиться за помощью к крупнейшим российским банкам либо подать заявку на рефинансирование обязательств в ВЭБ. По нашему мнению, вероятность получения ресурсов достаточно высока, поскольку ТМК является крупнейшим поставщиком труб для стратегически важной нефтегазовой отрасли и работодателем для более 40 тыс. человек на своих российских предприятиях. В середине ноября ТМК получила 5.5 млрд руб. от ВТБ и, по данным банка, в ближайшем будущем может быть выделен еще один транш на 1.5 млрд руб.

Восстановительная стоимость долговых обязательств может составить почти 100%. Исходя из объема недавних сделок слияний и поглощений, восстановительной стоимости и стоимости сопоставимых компаний, мы рассчитали потенциальную стоимость ТМК, которая покрывает долг компании. Только при использовании исключительно низкого коэффициента 2009P EV/EBITDA на уровне 3.0 расчетная стоимость компании (USD2.55 млрд) оказалась меньше суммы долга, обеспечивая 77% возврата. Но даже в таком случае инвестиции в еврооблигации ТМК должны принести отдачу, так как эти инструменты торгуются на более низких ценовых уровнях.

Рисунок 26. Динамика котировок выпусков ТМК 09 и ТМК 11



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Промсвязьбанк 10 и Промсвязьбанк 11

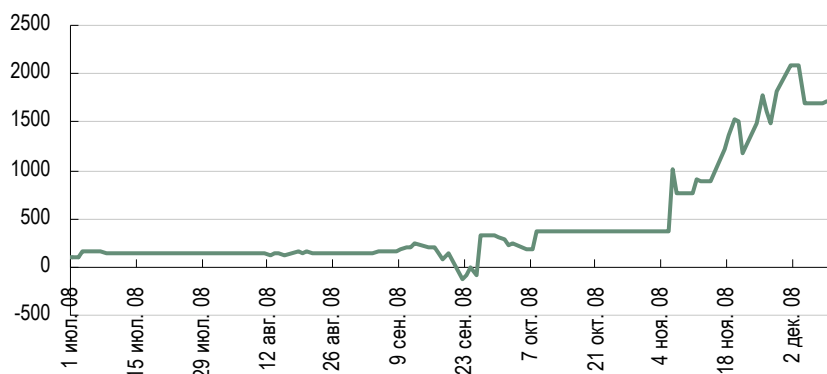
В сегменте обязательств частных банков мы отдаем предпочтение выпускам Промсвязьбанк 10 и Промсвязьбанк 11. При доходности почти в 40.0% их спрэд к инструментам Альфа-Банка превышает 1000 б. п. Мы рекомендуем эти выпуски к покупке игрокам с инвестиционным горизонтом не менее трех-шести месяцев.

С середины сентября еврооблигации Промсвязьбанка понесли тяжелые потери на фоне агрессивных продаж. В результате их спрэды к кривой доходности Альфа-Банка расширились с 100-200 б. п. до 1500 б. п. и более. Хотя фундаментальные характеристики кредитного качества Альфа-Банка (BB/Ba1/BB) представляются немного лучше, разница, по нашему мнению, не столь значительна. Мы относим Промсвязьбанк к числу системообразующих российских банков и полагаем, что он окажется в выигрыше благодаря набирающей темпы консолидации российской банковской системы.

Промсвязьбанк (BB-/Ba2/B+) на 30 сентября занимал третье место среди частных российских банков по активам (USD15 млрд) при хорошо диверсифицированной деятельности (обслуживание корпоративных клиентов, малого и среднего предпринимательства, розничный бизнес, факторинг). 85% акций банка контролируют братья Д. и А. Ананьевы, еще 15% – группа Commerzbank. По кредитным рейтингам Промсвязьбанк соответствует самым жестким критериям Банка России по предоставлению ликвидности, и, следовательно, имеет доступ к самым длинным (шестимесячным) необеспеченным кредитам регулятора.

Банк не испытывает проблем с ликвидностью. Отчетность Промсвязьбанка по РСБУ на первое ноября свидетельствует, что он располагает значительными денежными средствами, в том числе за счет получения ликвидности от Банка России. Этих резервов должно быть достаточно для рефинансирования всей внешней задолженности с погашением в 2009 г. (USD0.7 млрд). По итогам октября отток денежных средств с вкладов физических лиц не достиг критических значений, составив 5.6% от общей суммы депозитов.

Рисунок 27. Спрэд Промсвязьбанк 11 – Альфа-Банк 12, б. п.



Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Состояние и перспективы банковской системы

После длительного периода непрерывного роста российская банковская система в сентябре-октябре подверглась весьма серьезным испытаниям на фоне глобального экономического и финансового кризиса. Благодаря мощной поддержке со стороны государства кредитные организации успешно преодолели первую волну трудностей и финансовая система избежала полномасштабного кризиса ликвидности. Однако напряженная ситуация в экономике в целом и обвал цен на сырье и финансовые активы создают новые риски для банков. Мы, тем не менее, по-прежнему высоко оцениваем фундаментальные кредитные характеристики банковской системы России и ожидаем, что большинство крупных институтов смогут преодолеть большую часть проблем, с которыми они столкнулись в последнее время.

В следующем году одним из важнейших факторов, определяющих финансовое состояние банковской системы, станет малопредсказуемая динамика цен на нефть, которая будет напрямую влиять на объем ВВП и другие экономические показатели страны. По этой причине мы воздержимся от точных количественных прогнозов в отношении банковской системы и отдельных институтов, сосредоточившись на общих соображениях об основных рисках в секторе.

Пассивы

- На наш взгляд, главный риск в части фондирования – это возможный неожиданный отток денежных средств со счетов как корпоративных, так и частных клиентов. Отмеченный в сентябре-октябре 2008 г. отток средств был спровоцирован прежде всего усилившимися ожиданиями девальвации рубля, что, как мы полагаем, не должно представлять серьезной проблемы в 2009 г. Тем не менее, если развитие российской экономики пойдет по негативному сценарию, риск потери банками значительной части депозитной базы останется актуальным: корпоративному сектору придется выводить свои средства для рефинансирования внешней задолженности. Мы предполагаем, что конечным итогом станет масштабное перераспределение счетов юридических лиц в пользу подконтрольных государству и крупнейших частных банков как проявление «бегства в качество».
- Что касается некрупных банков (в особенности нерейтингованных), не имеющих доступа к государственным ресурсам и инструментам рефинансирования, отток денег вкладчиков в сентябре-октябре оказал дополнительное давление на их ресурсную базу. Можно ожидать новых поглощений и ликвидаций (отзыва лицензий) банков. Некоторые мелкие игроки, чей бизнес представляет какую-то ценность, будут куплены крупными представителями сектора, другим предстоит пройти процедуру банкротства. Однако негативные последствия для банков, входящих в число двадцати-тридцати крупнейших, за редким исключением будут в значительной степени компенсироваться вливаниями ликвидности государством.
- Вопреки широко распространенным опасениям, мы считаем маловероятным, что рефинансирование задолженности перед нерезидентами окажется значительной проблемой для российской банковской системы. Мы неоднократно подчеркивали, что статистика Банка России имеет тенденцию к существенному завышению уровня внешней задолженности банков. Если принять во внимание готовность государства помочь с рефинансированием как финансовым институтам, так и компаниям реального сектора (в первую очередь через ВЭБ), то риски рефинансирования крупных банков не вызывают у нас особых опасений.

Роль государства в финансовом секторе значительно возрастет. Мы по-прежнему считаем, что риски ликвидности и фондирования на уровне системы при значительной поддержке со стороны государства поддаются управлению. Банк России и Министерство финансов вначале создали каналы для инъекций ликвидности в банковскую систему, а затем увеличили максимальные сроки кредитов Банка России до шести месяцев (что уже можно назвать относительно длинными ресурсами), снижая таким образом риски дефицита краткосрочной ликвидности.

Правительство, впрочем, ясно и неоднократно давало понять, что в обмен на поддержку рассчитывает на то, что банки будут кредитовать национальную экономику, тогда как на данном этапе они предоставляют только краткосрочные кредиты, что в принципе обосновано с точки зрения управления рисками. Мы полагаем, что при нынешней нехватке новых денег властям необходимо стимулировать банки к предоставлению кредитных ресурсов на более длительные сроки, и решением этой проблемы может стать совершенствование системы рефинансирования. Действующие нормативные требования в части рефинансирования под залог неторгуемых активов (кредитов, векселей и т. д.) прописаны недостаточно четко, а значит, можно ожидать, что в ближайшие месяцы Банк России сосредоточит внимание на отладке механизмов рефинансирования, чтобы сделать их более удобными для банков.

Мы ожидаем, что в будущем году государство как основной источник ликвидности для банковской системы (через различные каналы фондирования и рефинансирования) будет играть все более важную роль. Самый мрачный сценарий на 2009 г. предполагает нулевой рост депозитов или их небольшой отток, но мы рассчитываем, что предоставляемого государством фондирования окажется достаточно, чтобы не только компенсировать вероятное сокращение объема депозитов, но и обеспечить умеренный прирост активов. Такой вариант развития событий станет более благоприятным по сравнению с простым снижением кредитной активности, что значительно усилило бы напряженность в экономике и банковской системе.

Одна из особенностей новой системы предоставления государством финансирования, в отличие от традиционных источников депозитов, – наличие политической составляющей при принятии решений о распределении ресурсов, базирующейся на социальной или экономической значимости финансового института. Очевидно, что в таком случае несколько повышаются риски небольших банков, которым власти могут отказать в фондировании. Однако мы отмечаем, что такой подход вписывается в план консолидации банковского сектора, о которой неоднократно говорилось на самом высоком политическом уровне. Отметим также, что в качестве потенциальных центров консолидации власти, во-видимому, рассматривают не только банки с участием государства, но готовы оказать содействие и крупнейшим частным институтам.

Активы

Наряду с оттоком депозитов основным фактором риска для российской банковской системы, по нашему мнению, является снижение качества активов. Принимая во внимание дефицит кредитных средств и проблемы с рефинансированием даже у считавшихся устойчивыми корпоративных заемщиков, представляется неизбежным, что некоторые из них не смогут найти ресурсы для полного погашения долга. Впрочем, мы считаем маловероятной волну дефолтов с нулевым либо крайне низким коэффициентом возврата долга (*recovery rate*) в корпоративном сегменте. Можно предположить, что в 2009 г. ухудшение качества активов выразится в основном в реструктуризации долгов и обращении банками взыскания на обеспечение. Залоги дают банковским организациям относительно неплохую защиту, следовательно, проблема качества активов вряд ли станет катастрофической.

Более того, снижение показателей достаточности капитала может быть в значительной степени компенсировано за счет субординированных кредитов государства (в объеме до 30% собственного капитала банка, финансирование должны в равных пропорциях предоставить ВЭБ и акционеры кредитной организации).

Портфели ценных бумаг на балансе банков невелики и представлены преимущественно долговыми обязательствами имеющих рейтинг эмитентов, которые могут приниматься в обеспечение по сделкам РЕПО с Банком России. Стоимость акций в портфелях ценных бумаг на уровне системы в целом не превышает 7% совокупного собственного капитала банков.

Система в целом

Крупнейшие подконтрольные государству банки, несомненно, продемонстрируют самые высокие темпы роста, чему будет способствовать как доступность государственных ресурсов, так и «бегство в качество» (перераспределение корпоративных и частных депозитов в масштабах всей системы).

Несмотря на относительное благополучие российской банковской системы с точки зрения фундаментальных характеристик, очевидной становится негативная позиция, занимаемая рейтинговыми агентствами при их оценке. Следовательно, не исключено, что процесс понижения рейтингов в следующем году продолжится.

Кредитное качество корпоративного сегмента

Больше масштаб риска, больше цена риска

В сентябре-октябре 2008 г. финансовый кризис и обвал цен на сырьевые товары нанесли серьезный удар по российской экономике, что привело к беспрецедентному с 1998 г. ухудшению кредитных рисков в масштабах всей экономики. После резкого падения ликвидности финансовых рынков в середине сентября мы предполагали, что реальный сектор понесет относительно небольшие потери и общие для всех проблемы сведутся к оборотному капиталу с повсеместными задержками платежей, но без серьезных долгосрочных последствий для бизнеса.

Ошибочность этого мнения стала ясна очень скоро – уже в октябре, когда цены на сырьевые товары достигали все новых минимумов, усиливались ожидания неизбежной девальвации, рынок акций сорвался в пике, а отток капитала резко ускорился, растущее нежелание банковской системы наращивать кредитный портфель стало очевидным. Внешние финансовые рынки, пребывающие, возможно, в худшем состоянии за многие десятилетия и остро нуждающиеся в ликвидности на фоне продолжающихся процессов сокращения долговой нагрузки и погашения обязательств, все меньше готовы принимать на себя риски российских корпоративных заемщиков. Таким образом, крайне неблагоприятное сочетание высоких кредитных рисков и роста их стоимости практически уничтожило рынки кредитования.

- **Более высокие риски.** Из-за трудностей с привлечением средств для рефинансирования мы стали свидетелями резкого увеличения количества дефолтов по рублевым выпускам эмитентов третьего эшелона: в ноябре на два рабочих дня в среднем приходился один дефолт. До настоящего времени не было случаев дефолта заемщиков второго эшелона с устойчивым бизнесом, хорошим корпоративным управлением и достаточно гибкой структурой финансирования. Но даже в этом сегменте несколько компаний подошли вплотную к неисполнению в срок своих обязательств, и если бы не государственная программа содействия в рефинансировании, проводимая через ВЭБ, таких заемщиков ждал дефолт по внешним долгам. Следствием стало очевидное изменение позиции рейтинговых агентств, которые понизили прогнозы по рейтингам или сами рейтинги многих заемщиков, обосновывая свои решения главным образом недостатком краткосрочной ликвидности.
- **Более высокая стоимость рисков.** Не менее важным – и более заметным – явлением стало растущее нежелание участников рынка иметь дело с российским корпоративными долгами. Масштабы падения котировок были беспрецедентными как на внутреннем долговом рынке, так и на рынке еврооблигаций, но второй сегмент, безусловно, представляет больший интерес в силу в целом более высокого кредитного качества эмитентов. Для некоторых инструментов котировки ниже 50% от номинала действительно можно назвать обоснованными, однако в других случаях падение котировок представляется чрезмерным, а оценка риска излишне негативной. Сейчас на рынке присутствует ряд очень привлекательных возможностей, которые могут принести прозорливому инвестору отдачу на вложения, свойственную рынкам акций.

Рисунок 28. Рейтинговые действия в отношении российских эмитентов

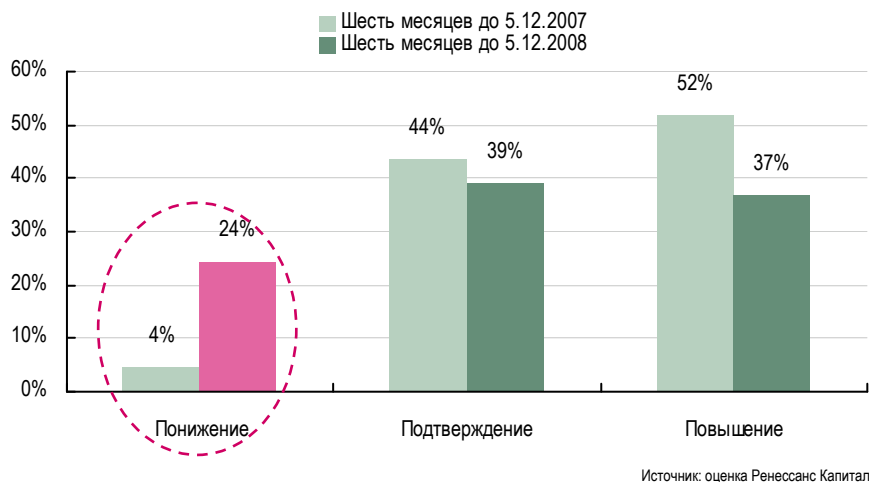
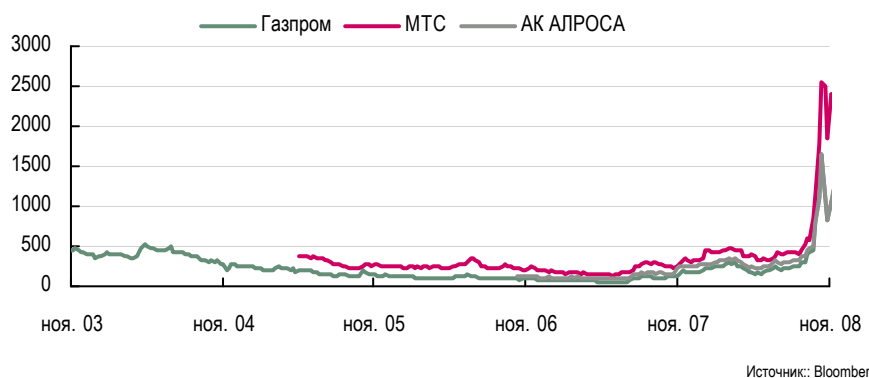


Рисунок 29. Динамика пятилетних CDS, б. п.



Тогда и сейчас

Следует обратить внимание на новые реалии, в которых кредитным рынкам предстоит работать по крайней мере некоторое время. Все они в общем смысле отражают неизвестность, связанную с будущим заемщиков, их результатами деятельности и финансовым состоянием.

В центре внимания вновь денежные потоки

Во всех сегментах экономики представления о надежности и устойчивости той или иной компании, еще недавно базировавшиеся на соображениях стоимости, стремительно возвращаются к концепции, ставящей во главу угла денежные потоки. Из-за колоссального дисбаланса на финансовых рынках и закрытия доступа к банковскому финансированию радикальным образом меняется восприятие кредитных рисков заемщиками и кредиторами. Поскольку конвертация будущих денежных потоков в сегодняшнюю наличность стала очень сложной задачей, старые оценки располагаемых активов для определения вероятности погашения долгов заемщиками практически лишены смысла. Аналогичным образом малозначимыми стали показатели прибыльности, если, к примеру, оборотный капитал постоянно раздувается из-за накапливающихся просроченных платежей. Сейчас важными факторами становятся гибкость и скорость адаптации конкретного заемщика, его руководства. Чем больше компания думает о выручке и прибыли, о стоимости активов в ущерб денежным потокам, тем выше вероятность дефолта. Как ни странно, в менее благоприятной ситуации оказались публичные компании, которым необходимо показать инвесторам отличные результаты именно в отчете о прибыли и убытках, что мешает полностью сосредоточиться на управлении денежными потоками и ликвидностью.

Денежные потоки будущих периодов просматриваются плохо

Макроэкономические условия изменились так быстро и так кардинально, что финансовые результаты, показанные в прежние периоды, уже не имеют большого значения. Появилась необходимость учитывать ранее неизвестные риски и угрозы. Оценки финансовых рисков, которые раньше зачастую просто подразумевали рефинансирование долга, теперь оказались по большому счету несостоятельными. Для многих секторов наступил этап меньшей операционной определенности, что выдвигает на передний план новые вопросы в анализе кредитного качества заемщиков. Сейчас приходится рассчитывать удельную себестоимость, детально изучать графики погашения обязательств и чувствительность финансовых результатов к девальвации, анализировать качество активов и просчитывать коэффициенты взыскания долга, тогда как показатели рентабельности и долговой нагрузки наряду с темпами роста оказываются менее принципиальными величинами. Другими словами, значительная часть наших прежних знаний о кредитном качестве того или иного заемщика становится нерелевантной.

Любые выводы о соотношении риска и потенциальной доходности на данный момент стали менее очевидными, что сдерживает кредитную и инвестиционную активность. Даже при наличии доступа к финансированию неизбежно ухудшение условий кредитования, в первую очередь сокращаются сроки и повышаются ставки. Еще полгода назад невозможно было представить, что первоклассным заемщикам (скажем, РЖД) придется платить 14% годовых по однолетнему кредиту в рублях. Теперь такие условия стали нормой, причем для заемщиков второго и третьего эшелонов процентные ставки быстро повышаются. Чем скорее стабилизируются валютный рынок и рынок контрактов NDF, тем скорее процентные ставки вернутся на более приемлемые уровни. Пока же следует ожидать дальнейшего ухудшения структуры долга по срокам погашения у многих заемщиков даже в тех случаях, где вовлечены государственные деньги.

Судьба заемщиков не в их руках

Жизнеспособность той или иной компании сейчас зачастую определяют решения внешних агентов – будь то банк с государственным участием, частный банк, «дочка» зарубежной финансовой организации или ВЭБ. Когда количество потенциальных источников рефинансирования сокращается до минимума, процесс принятия решений становится крайне субъективным. Большинство компаний кризис застиг врасплох, и многие из них в вопросах погашения долга полагались на рефинансирование, а не на накопленные денежные ресурсы. Это означает, что возможность погашения задолженности не определяется результатами деятельности – чаще все зависит от усмотрения банка-кредитора. И даже если банки будут готовы рефинансировать долг заемщика, на рынок долговых обязательств рассчитывать не придется еще некоторое время. С самыми серьезными проблемами столкнутся заемщики, вышедшие на рынок облигаций из-за отсутствия базы активов, подходящей для традиционного обеспеченного банковского финансирования (если, конечно, с того времени у них не появились активы, которые могут быть использованы в качестве залога).

Информационная асимметрия: с ног на голову

Нынешняя ситуация диаметрально противоположна той, к которой мы привыкли, что в особенности относится к эмитентам первого эшелона. Слабая прозрачность и низкие стандарты раскрытия информации часто используются заемщиками для предоставления инвесторам вводящих в заблуждение сведений – они сгущают краски и представляют свое финансовое состояние и перспективы погашения долгов в гораздо худшем свете, чем обстоит на самом деле. По сути шантажируя недостаточно информированных кредиторов, заемщики (напрямую либо через аффилированных лиц) скупают свои долги по сильно заниженной стоимости. В одних случаях ограничивается доступ к информации, которая может быть положительной для оценки кредитного качества (например, получение рефинансирования), в других может присутствовать прямое запугивание «неминуемым» дефолтом, если инвестор отказывается продать обязательства с значительным дисконтом.

Отличить реальные угрозы от фиктивных невозможно, не обладая конфиденциальной информацией из первоисточника. В рамках действующего законодательства затруднение доступа к информации зачастую действительно можно считать наиболее здоровой стратегией заемщика по управлению долгом. В некотором смысле речь идет о старом явлении, известном как информационная асимметрия, но принявшем новые формы. В лучшие времена у заемщиков третьего эшелона был соблазн заняться «причесыванием» результатов, чтобы представить свое финансовое положение более благоприятным, чем на самом деле. Инвестиционное сообщество само провоцировало такое поведение, довольствуясь лишь управленческой отчетностью и выпусками инструментов плохо структурированных предприятий. Нынешние уловки заемщиков есть прямое следствие прежней близорукости рынка.

Структурные трансформации

Наряду с вышеописанными изменениями, которых можно было ожидать при любом циклическом спаде кредитного рынка, за последние три месяца внутренний рынок пережил серьезные структурные трансформации. Важно, что они привели к устареванию ряда некогда распространенных допущений, на которых прежде базировалось функционирование рынка. Мы сгруппировали эти заблуждения в две категории. Первая группа имеет отношение к широко распространенной практике рассматривания всех задействованных сторон – а не только собственно заемщика – в качестве потенциальных источников финансирования для выплаты долга. Вторая касается конкретных процедур принуждения к погашению обязательств и защиты интересов инвесторов.

Государственная поддержка

Во время расцвета рынка в 2005-2007 гг. многие инвесторы полагались на поддержку со стороны государства, исходя из соображений стратегического значения отрасли, которую представлял заемщик, формального участия государства в капитале либо де-факто государственного управления. На тот момент считалось, что государство будет учитывать интересы держателей облигаций и не допустит дефолта заемщиков, имеющих к нему какое-либо отношение, чтобы избежать репутационных издержек и негативных последствий такого развития событий с точки зрения доступа на рынок долгового капитала в будущем. Мы последовательно выступали против такого подхода (см., например, отчет *«Корпоративные облигации: защитит ли государство ваши инвестиции?»*, опубликованный пятого сентября 2006 г.).

Ряд недавних дефолтов со всей очевидностью опроверг распространенное ранее мнение. Показательной стала история с компаниями ЭйрЮнион (КрасЭйр), которые уже проходят процедуру банкротства. Мы полагаем, что прежнее до крайности упрощенное понимание государственной поддержки сейчас должно измениться, и ее потенциал будет определяться дифференцированно. Мы по-прежнему уверены, что в отдельных случаях возможность и масштабы поддержки со стороны государства все еще переоцениваются рынком (см. наш отчет *«Самолетостроение: "истребительные" облигации»* от пятого июня 2008 г.). Видоизмененная версия прежнего заблуждения гласит, что не государство напрямую, но банки с государственным участием в любом случае окажут содействие заемщику, которого они кредитуют. Случаи НПО Сатурн (кредитором является ВТБ) и, что особенно показательны, Московской области (Сбербанк) доказывают обратное.

Поддержка акционеров

Схожая точка зрения – ожидание поддержки со стороны акционеров, даже если она не прописана в гарантиях (т. е. акционеры «должны» поддержать проблемного заемщика исключительно из соображений этики и репутации). Это убеждение базировалось на значительных возможностях акционера, реальных или подразумеваемых, однако положение самого акционера может со временем измениться. Сразу вспоминаются «дочки» компании Базовый Элемент, включая Главстрой, АКБ Союз или Группу ГАЗ. Некоторые инвесторы поначалу покупали обязательства структур группы, полагаясь на «моральную поддержку» материнской компании. Другой пример – компания Миннеско Новосибирск, в случае которой большинство инвесторов также предполагали поддержку со стороны акционера.

Аналогичная ситуация сложилась с эмитентами, связанными с региональными органами власти. Можно было бы упомянуть ОАО «Томск-Инвест», но лучшей иллюстрацией послужит Московская область с ее множеством зависимых организаций. Понижение кредитного рейтинга области агентством S&P сразу на четыре ступени (до уровня B-), а рейтингов связанных эмитентов до уровня категории C (указывают на высокую вероятность дефолта) стало сюрпризом даже для нас, хотя мы заранее предупреждали о рискованной политике Московской области по управлению долгом (см. *«Региональные облигации: годовой обзор»*, опубликованный в августе 2008 г.).

Мы по-прежнему считаем, что кредитное качество всех заемщиков, представляющих субъекты федерации и муниципальные образования, коррелирует между собой и с кредитоспособностью государства. Непосредственно обязательства субфедеральных заемщиков будут исполнены (возможно, после технического дефолта и при помощи федерального правительства), но косвенные обязательства (особенно в тех случаях, когда речь идет только о моральной стороне, а не о формальных гарантиях) может ждать незавидная участь.

Механизм оферты

Независимо от того, как будут развиваться дальнейшие события вокруг компании ИНПРОМ, ставшей первопроходцем в «творческом» управлении долгом, прецедент уже создан: ссылаясь на необходимость защиты интересов миноритарных акционеров, независимый член совета директоров компании подал иск об отмене принятого советом ранее решения об исполнении оферты по облигациям. Окончательное решение суда по этому делу пока не вынесено, но в качестве обеспечительной меры на исполнение оферты был наложен запрет.

Известны случаи, когда миноритарные акционеры боролись за признание недействительными поручительств по облигациям связанных лиц (в основном холдинговых структур), но уловка компании ИНПРОМ может претендовать на приз за новаторство и оригинальность. Оферта остается важным элементом в структуре долгового рынка, позволяя эмитентам по сути разбить длинный выпуск на несколько коротких. В большинстве случаев совет директоров заемщика должен принять отдельное решение об исполнении оферты, но обеспечить соблюдение всех правовых формальностей и гарантировать юридическую силу такого решения, к сожалению, не представляется возможным.

Жизнь после дефолта?

Количество объявивших о неисполнении обязательств эмитентов растет день ото дня, и рынок вступает в новую фазу, где на первый план выходят другие вопросы. По нашему мнению, в третьем эшелоне коэффициенты взыскания долга будут низкими, и в невыгодном положении окажутся держатели меньших пакетов (см. отчет *«От дефолта до банкротства: банки начинают и выигрывают»* от третьего июля 2008 г.). Пока имеются только косвенные доказательства, но они, как представляется, подтверждают общую идею.

Последние события выявили и другую интересную тенденцию. Зачастую сами заемщики – то есть их акционеры – спешат инициировать процедуру банкротства. Поскольку она представляет надежную защиту от требований кредиторов (включая платежи по выпущенным долговым инструментам), к этому варианту можно прибегнуть вместо того, чтобы пытаться удовлетворить требования, даже если это в принципе возможно. Кроме того, есть ощущение, что некоторые иски о признании заемщика банкротом напоминают печально известные контролируемые банкротства 1990-х, проводившиеся с единственной целью максимального сокращения выплат кредиторам либо их шантажа в стремлении добиться выгодных условий реструктуризации долга.

Мы неизбежно станем свидетелями подобных ситуаций в будущем. В конечном итоге рынок долговых обязательств станет сильнее с точки зрения юридической структуры, кредитного качества заемщиков, защиты интересов инвесторов, однако сейчас мы вступаем в период «очищения», которое может оказаться болезненным для многих держателей инструментов третьего эшелона. На декабрь 2008 г. запланировано необычно большое количество офферт и погашений (более 35).

Кредитное качество секторов экономики

Нефтегазовый сектор

После беспрецедентного падения цен на нефть ситуация в нефтегазовой отрасли выглядит существенно хуже, чем год назад, и все прогнозы, очевидно, зависят от динамики цен на нефть. Несмотря на то, что ее текущая цена ниже USD40 за баррель, долгосрочный прогноз стоимости нефти марки Brent наших отраслевых аналитиков составляет USD80 за баррель (подробнее см. отчеты «Нефть и газ: последствия кризиса» от 22 октября и «Oil and gas – 2009 outlook» от пятого декабря 2008 г.).

Основным аргументом в пользу этой точки зрения является значительное сокращение предложения, которое неизбежно при таких ценах из-за более высокой стоимости разработки новых запасов. Хотя пока снижение предложения отходит на второй план из-за падающего спроса, оно станет очевидным, когда спрос стабилизируется. Наши отраслевые аналитики по-прежнему считают, что в 2009 г. средняя цена нефти Brent составит около USD70 за баррель (USD67 для нефти Urals). Тем не менее, реальный темп восстановления цен, очевидно, будет основным фактором неопределенности для отрасли и всей экономики в предстоящем году.

С нашей точки зрения, необходимо выделить два возможных следствия падения цен на нефть:

- **Низкие, но стабильные цены.** Благодаря скользящей ставке НДС и особенно экспортной пошлины на сырую нефть, нефтяному сектору будет намного проще пережить падение цен на сырьевые товары, чем, например, металлургическим предприятиям. Чем выше цены, тем большую часть валовой прибыли компании должны отчислять в бюджет в виде налогов; и наоборот, когда цены на нефть падают, производители имеют возможность сохранить большую долю прибыли. Таким образом, снижение цен на продукцию уменьшает доходы компаний не прямо пропорционально, как в других сырьевых секторах. Как правило, в среднем коэффициент эластичности EBTIDA в нефтяном секторе составляет около 1.5 (т.е. снижение цены на нефть Brent на 10% от значения нашего базового сценария – USD70 за баррель – приведет к сокращению EBITDA для основных участников рынка в среднем на 15%).
- **Снижение цен.** Недавнее падение цен, по-видимому, наглядно продемонстрировало правительству, что проблема «ножниц Кудрина» должна быть разрешена как можно скорее. Премьер-министр В. Путин объявил, что экспортная пошлина на нефть будет рассчитываться на основе средней цены за один месяц и будет пересматриваться ежемесячно. Такой подход тоже не идеален, но, очевидно, является большим шагом вперед. Новая система приведет временной лаг в расчете экспортной пошлины в соответствии с периодом, используемым при установлении НДС. Важными изменениями в схеме взимания НДС станут повышение ставки отсечения с текущих USD9 за баррель до USD15 за баррель и налоговые каникулы для освоения новых месторождений на Ямале, Каспии и Арктическом шельфе с первого января 2009 г. Мы считаем, что крупнейшие нефтяные компании, скорее всего, смогут адаптировать уровень генерации денежных потоков и ликвидности к новой конъюнктуре в декабре.

По нашему мнению, замедление темпов мирового экономического роста и снижение цен на сырьевые товары не повлекут за собой серьезных кредитных событий в нефтегазовом секторе даже при цене нефти около USD40 за баррель. Ухудшение кредитного качества представителей отрасли также будет умеренным. Ни одной из ведущих компаний не придется погашать крупные суммы задолженности до конца этого года и в начале 2009 г. Судя по предварительным прогнозам ЛУКОЙЛа и ТНК-ВР, сокращение программы капиталовложений на 20-25% будет повсеместным, однако это будет связано с уменьшением операционных денежных потоков и ухудшением доступа к финансированию, а не с необходимостью погашать долг.

Наконец, мы считаем, что этот сектор в случае необходимости может стать основным бенефициаром программы рефинансирования ВЭБ объемом USD50 млрд. Эта программа могла бы стать важной «страховкой» на время приспособления компаний к новым условиям работы.

Оценка чувствительности прибыли крупнейших компаний отрасли к изменению цен на нефть, подготовленная нашими отраслевыми аналитиками, приведена ниже. В ней использован размер чистого долга на последнюю отчетную дату, что, очевидно, занижает нынешний уровень задолженности из-за значительных дивидендных выплат (ТНК-ВР) или приобретений (ЛУКОЙЛ). Для Газпрома, однако цифры не выглядят слишком низкими, поскольку на первый квартал его показатели все еще включали обязательства Газпромбанка.

Таблица 6. Анализ чувствительности прибыли нефтегазовых компаний к изменению цен на нефть

	Цена на нефть, USD за баррель				
	40	50	60	70	80
EBITDA 2009П, USD млрд					
Газпром	29.1	34.3	39.7	45.1	50.5
ЛУКОЙЛ	5.3	7.9	10.6	13.2	15.8
ТНК-ВР	5.7	6.8	7.9	9.1	10.2
Чистый финансовый долг/EBITDA 2009П					
Газпром	1.62	1.37	1.18	1.04	0.93
ЛУКОЙЛ	1.32	0.89	0.66	0.53	0.44
ТНК-ВР	0.91	0.76	0.66	0.57	0.51

Источник: Ренессанс Капитал

Газпром

Отчетность Газпрома (А3, прогноз «позитивный»/BBB, прогноз «негативный»/BBB, прогноз «стабильный») по МСФО искажается из-за включения в нее показателей Газпромбанка (в балансовом отчете за первую половину 2008 г. отчетность Газпромбанка уже не консолидировалась). Из-за этого краткосрочный долг холдинга увеличивался более значительно, чем денежная позиция, что ухудшало восприятие риска. По данным за первый квартал 2008 г., краткосрочный долг Газпрома составлял 521 млрд руб., а денежные средства и эквиваленты – всего 372 млрд руб., однако на долю самого Газпрома приходилось 88% денежных средств и всего 54% долга, т. е. запас ликвидности компании более чем на 100% покрывает краткосрочные обязательства.

В 2009 г. погашения больших сумм задолженности не ожидается – компании предстоит выплатить менее 9% совокупного консолидированного долга – и мы считаем, что Газпром сможет финансировать погашение долга за счет операционных денежных потоков, как это происходит сейчас, как минимум в течение первой половины 2009 г. Поскольку стоимость газа по долгосрочным контрактам на поставки в Европу повторяет динамику цены на нефть с лагом в шесть – девять месяцев, период рекордно высоких денежных потоков, вероятно, закончится весной 2009 г., но показатели отчетности Газпрома будут оставаться очень хорошими еще долгое время. Согласно прогнозам на конец 2008 г., соотношение Совокупный долг/EBITDA составит 1, что для государственной компании со значительной долей бизнеса, подлежащего регулированию, на наш взгляд, является консервативным уровнем даже в нынешних условиях.

Программа капиталовложений и бюджет Газпрома на 2009 г. правительством пока не утверждены (ожидается, что объем составит порядка 920 млрд руб. с учетом финансовых вложений). Ранее рост долга газового монополиста был связан с новыми приобретениями, тогда как капиталовложения в органический рост финансируются преимущественно за счет собственных денежных потоков. В то же время, компания вряд ли будет готова сократить инвестиции в профильные активы (газопровод «Северный поток», Штокмановское газоконденсатное месторождение и проекты по освоению Бованенковского и Харасавэйского месторождений на Ямале), хотя и несколько скорректирует их с учетом снижения цен на сырье и подрядные работы. Тем не менее, существует достаточно высокий риск, что агрессивное выполнение программы капвложений на фоне низких цен на газ приведет к росту финансового долга.

Транснефть

Денежные потоки Транснефти (A2, прогноз «стабильный»/BBB+, прогноз «негативный») являются одними из самых предсказуемых в отрасли. При рентабельности EBITDA существенно выше 50% регулируемые тарифы не только покрывают капитальные затраты на техническое обслуживание и ремонт, но и обеспечивают ресурсы для осуществления процентных платежей по задолженности. Основные стратегические проекты (ВСТО-2 и БТС-2) вряд ли войдут в активную фазу, пока не будут найдены соответствующие источники финансирования. Даже если рынок капитала останется закрытым, средства могут быть получены благодаря прямому участию государства (насколько мы понимаем, эта возможность рассматривается Министерством финансов по поручению премьер-министра) или за счет кредитов на USD20-25 млрд от китайских банков.

Что касается относительной долговой нагрузки, коэффициент Долг/EBITDA Транснефти находится на уровне около 1.3. Хотя все долговые обязательства компании долгосрочные (ближайшее погашение еврооблигаций предстоит в 2012 г.), ее банковские кредиты являются краткосрочными. Однако основным кредитором Транснефти является Сбербанк, и мы не можем представить себе ситуацию, в которой он отказался бы пролонгировать выданные кредиты. Некоторое время назад в СМИ появились сообщения о разногласиях между Транснефтью и Сбербанком по вопросам стоимости заимствований, но мы уверены, что все они будут устранены и не скажутся на способности нефтяной компании рефинансировать задолженность. Рейтинговые агентства рассматривают Транснефть как подлинно квазисуверенного эмитента. По шкале агентства S&P рейтинг Транснефти находится на одном уровне с суверенным, а по шкале Moody's – на две ступени выше суверенного.

ЛУКОЙЛ

Чувствительность прибыли ЛУКОЙЛа (Baa2, прогноз «стабильный»/BBB-, прогноз «позитивный»/BBB-, прогноз «стабильный») к снижению цен на нефть соответствует среднему уровню в секторе. Согласно отчетности за первую половину 2008 г., существенная доля долга является краткосрочной, и очевидно, что большая его часть уже рефинансирована. Что касается последних приобретений, часть оплаты за сделки по покупке Akret (USD555 млн) и ISAB (EUR1.35 млрд) отложена до конца 2009 г., и ЛУКОЙЛ привлек синдицированные кредиты для финансирования этих сделок.

Вопрос покупки доли в компании Repsol также широко освещался прессой. Приводились разные оценки предложения ЛУКОЙЛа – общая сумма варьируется в диапазоне EUR5-10 млрд. Если российская компания приобретет менее 30% акций (вряд ли доля может оказаться больше, это повлечет необходимость обязательного предложения по выкупу акций остальных держателей), ЛУКОЙЛ не сможет консолидировать результаты Repsol в своей отчетности. Независимо от того, предложит ли ЛУКОЙЛ акционерам Repsol премию к текущей курсовой стоимости бумаг (т.е. приведет ли сделка к созданию дополнительной стоимости для акционеров ЛУКОЙЛа), приобретение будет крупным по любым меркам и, по всей видимости, не обойдется без привлечения заемного финансирования. Если сделка с Repsol состоится, инвестиционный рейтинг ЛУКОЙЛа может быть поставлен под сомнение.

На данный момент ЛУКОЙЛу присвоены минимальные рейтинги инвестиционного уровня по шкале агентств S&P и Fitch (BBB-), а тот факт, что S&P все еще сохраняет прогноз «позитивный» не имеет, по нашему мнению, принципиального значения. Moody's оценивает кредитоспособность компании на один уровень выше (Baa2). Понижение рейтинга на одну ступень будет означать, что ЛУКОЙЛ лишится статуса заемщика полного инвестиционного уровня. Агентство S&P отмечает низкую долговую нагрузку (в особенности скорректированное отношение Долг/EBITDA за 12 месяцев на уровне 0.4 по состоянию на 30 июня 2008 г.) в качестве одного из основных благоприятных факторов для рейтинга эмитента, однако ухудшение показателей в будущем представляется нам неизбежным.

Модель агентства S&P, в которой заложена стоимость нефти Urals на уровне USD56 за баррель, на наш взгляд, не может давать противоположных выводов. В связи с этим существует риск понижения рейтингов ЛУКОЙЛа, даже если компании удастся привлечь финансирование на выгодных условиях с точки зрения срочной структуры денежных потоков, по причине общего увеличения долга.

ТНК-ВР

Среди крупных компаний нефтегазового сектора у ТНК-ВР (Baa2, прогноз «развивающийся»/BB, прогноз «стабильный»/BBB, в списке на пересмотр в сторону понижения) зависимость прибыли от изменений ценовой конъюнктуры минимальна. По данным за первую половину 2008 г., совокупный долг компании был равен USD8.1 млрд (-5% с начала года). Из этого объема в ближайшие 12 месяцев предстоит погасить всего USD1.6 млрд, что аналогично сумме на конец 2007 г. Насколько нам известно, ТНК-ВР уже выплатила USD500 млн из этого объема (по синдицированному кредиту, привлеченному в сентябре 2005 г., с единовременным погашением в сентябре 2008 г.).

Оставшиеся USD1.1 млрд краткосрочного долга представляют собой синдицированные кредиты с погашением в рассрочку:

- Четырехлетний кредит в размере USD1.8 млрд, полученный в июне 2006 г. Погашение кредита начато в декабре 2007 г.; по нашим оценкам, ежеквартальная сумма погашения составляет около USD160 млн.
- Кредит на 2.5 года объемом USD600 млн, привлеченный в ноябре 2007 г. Амортизационные выплаты начались в мае 2008 г., и компании предстоит ежеквартально выплачивать USD70 млн до мая 2010 г.
- Синдицированный кредит на USD1 млрд, привлеченный в ноябре 2006 г., не требует погашений до ноября 2009 г., когда начнутся амортизационные выплаты равными ежеквартальными взносами.

Таким образом, платежи по банковским кредитам составляют всего USD230 млн в квартал, что более чем на 100% покрывается операционными денежными потоками. Что касается еврооблигаций, ни один из выпусков не имеет срок погашения ранее 2011 г. Следует также отметить, что в настоящий момент задолженность ТНК-ВР не обеспечена залогом в виде акций дочерних структур, экспортной выручки или основных средств. Таким образом, компания располагает большим объемом активов и денежных потоков, которые могут быть использованы в качестве обеспечения в случае необходимости.

Вопреки распространенному мнению, мы не считаем, что финансирование традиционно высоких дивидендных выплат ТНК-ВР International Ltd обязательно требует привлечения нового долга на уровне холдинговой компании. В качестве временной меры ТНК-ВР International Ltd может получить финансирование из оборотного капитала ТНК-ВР Холдинга. Структуры ТНК-ВР International Ltd выступают посредниками при экспортной продаже сырой нефти и нефтепродуктов и могут получать косвенное временное финансирование за счет увеличения сроков платежей ТНК-ВР Холдингу. В частности, этот механизм использовался в первой половине 2008 г., когда суммы дивидендов на уровне ТНК-ВР Холдинга оказалось недостаточно для покрытия дивидендов ТНК-ВР International Ltd.

Горнодобывающая промышленность и металлургия

Горнодобывающий и металлургический сектора сильнее всего пострадали из-за глобального экономического кризиса. Его влияние на компании было двояким: во-первых, экспортные цены на сталелитейную продукцию упали в среднем более чем на 50%, а во-вторых, произошло падение спроса, усиленное процессом ликвидации складских запасов.

Крупнейшие производители стали во всем мире объявили о сокращении производства в ответ на падение спроса. Лидер отрасли компания ArcelorMittal заявила об уменьшении объемов выпускаемой продукции на своих заводах в среднем на 35%. Российские производители сократили производство наполовину, а украинские – еще больше. Ситуация осложняется неплатежами за отгруженную продукцию, и производителям приходится анализировать финансовую состоятельность клиентов и их платежную дисциплину, сокращая поставки покупателям со значительным объемом задолженности по оплате. Мы считаем, что крупнейшие российские производители стали, до кризиса демонстрировавшие очень высокую рентабельность по сравнению с иностранными компаниями, занимают достаточно устойчивые позиции, чтобы преодолеть кризис. Тем не менее, мы не исключаем, что в четвертом квартале 2008 г. и первом квартале 2009 г. их прибыль будет близка к нулю, а рентабельность EBITDA – около 5%.

Рисунок 30. Динамика цен на стальные полуфабрикаты

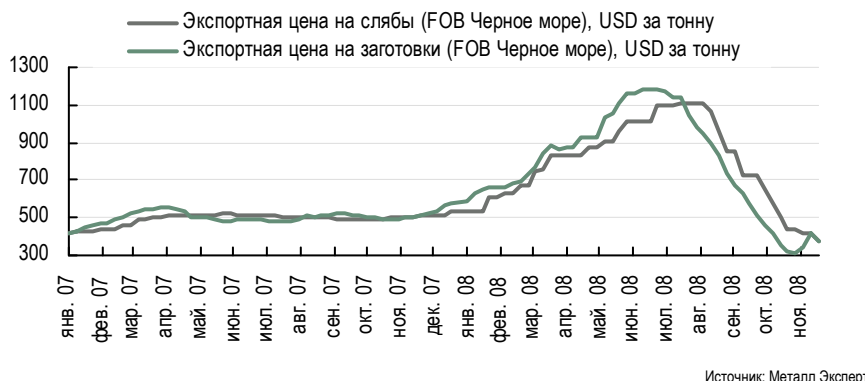
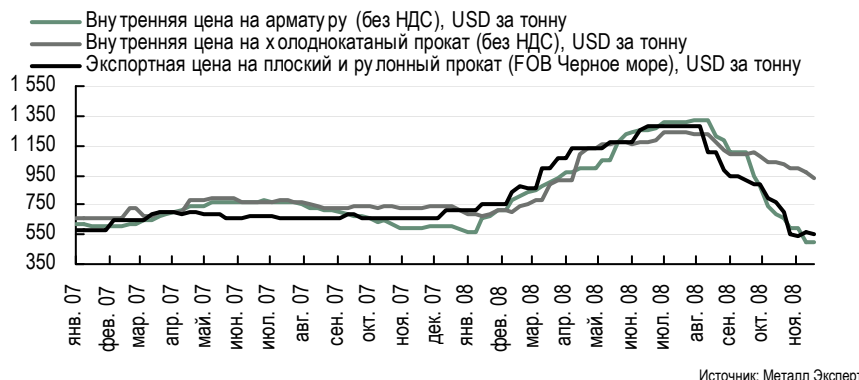


Рисунок 31. Динамика цен на прокат



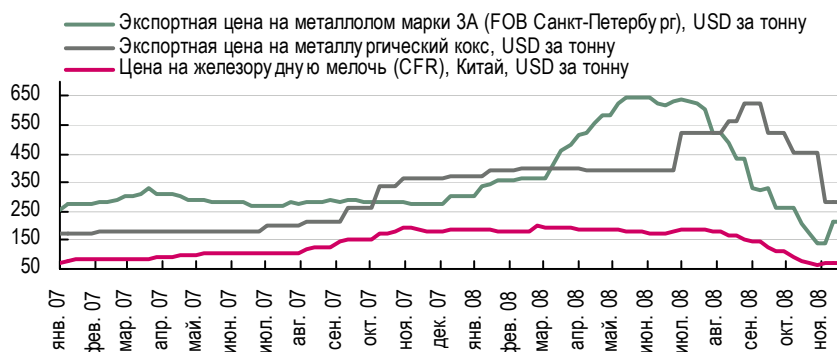
Поддержку ведущим российским сталелитейным компаниям будут оказывать следующие факторы.

1. **Запас рентабельности и низкие затраты.** Как мы уже отмечали, в четвертом квартале 2008 г. – первой половине 2009 г. денежные потоки вряд ли будут значительными, но компании по крайней мере будут безубыточными. В то же время, на фоне низких цен многие иностранные производители стали могут нести убытки.

2. **Девальвация рубля.** Цены на сталь, как и на большую часть товаров, реализуемых на международных рынках, установлены в долларах США, и производители также конкурируют по долларovým ценам. Курс рубля к доллару США снизился с пикового уровня 23.13 до 28 руб., или на 17%. Для российских вертикально-интегрированных сталелитейных компаний девальвация национальной валюты означает снижение расходов приблизительно на USD100 на тонну стального проката. Наш прогноз курса рубля к доллару на конец первого квартала 2009 г. составляет 32.1 руб., что предполагает снижение затрат еще на USD75 на тонну в долларовом исчислении. Девальвация рубля, с нашей точки зрения, является практически единственной возможностью сокращения неэластичных расходов, таких как затраты на газ, электроэнергию и оплату труда.

Цены на сырьевые товары также должны снизиться, но в России этот процесс идет гораздо медленнее, чем на мировых рынках. Цены на железную руду и коксующийся уголь устанавливаются на основании контрактов и пересматриваются ежеквартально, раз в полгода или даже раз в год. На мировых рынках спот-цена на железную руду упала на 60-70%, а на коксующийся уголь – на 40-50%. Компании, не имеющие интегрированных добывающих предприятий, окажутся в наибольшем выигрыше из-за снижения цен на сырье. Для компаний, самостоятельно обеспечивающих себя сырьем, таких как Evraz Group и Северсталь, это означает потерю одного из конкурентных преимуществ и еще нескольких процентных пунктов рентабельности по сравнению с уровнем, достигнутым при высоких ценах на железную руду и коксующийся уголь.

Рисунок 32. Динамика цен на сырье



Источники: Металл Эксперт, Bloomberg

По нашему мнению, загрузка мощностей крупнейших российских производителей вряд ли упадет ниже текущих 50%. Кроме того, объявленные масштабы сокращения объемов производства по всему миру представляются чрезмерными – если рост мирового ВВП сохранится, как прогнозируется, на уровне 2.2%, объемы производства в 2009 г. должны восстановиться.

Спрос на трубную продукцию в 2009 г. будет зависеть в первую очередь от экономической ситуации в России. Мы ожидаем, что сегмент труб для нефтегазового сектора, на который приходится до 60% рынка, окажется более устойчивым к кризису, и снижение спроса на эту продукцию будет пропорциональным уменьшению капиталовложений крупнейших компаний. По последним прогнозам, инвестиционные программы будут сокращены на 20-25%. Производство других видов труб (в основном для строительной и машиностроительной отраслей) пострадает сильнее – в этом сегменте мы ожидаем снижения спроса на 30% в 2009 г.

По нашим прогнозам, в следующем году рентабельность производителей труб останется на уровне первой половины 2008 г. На этот показатель будут влиять два фактора, которые в итоге уравновесят друг друга: с одной стороны, расходы на первичное сырье резко уменьшились (цена металлолома упала на 70%, цены на уголь на российском рынке – на 25%, и ожидается их дальнейшее снижение); с другой стороны, цены на трубы в 2009 г. также неизбежно упадут.

Северсталь или Evraz Group?

Учитывая затрудненный доступ к кредитным средствам, мы отдаем предпочтение Северстали, пока Evraz Group не решит вопросы рефинансирования. Согласно отчетности Северстали, на конец третьего квартала объем располагаемых денежных средств был равен USD3.3 млрд, и, несмотря на значительные дивидендные выплаты, компания сможет оплатить обязательства со сроком погашения в 2009 г. из этого резерва. Однако все источники ликвидности, вероятно, будут направлены на покупку подешевевших некрупных компаний; при этом Северсталь сохранит инвестиции в модернизацию и расширение мощностей и будет поддерживать запас денежных средств. Мы ожидаем, что в 2009 г. российские производственные предприятия окажутся прибыльными, а американское и европейское подразделения будут в лучшем случае безубыточными.

Наблюдательный совет ВЭБ принял решение выделить Evraz Group кредит в размере USD1.8 млрд на рефинансирование внешней задолженности, и за счет этих средств компания сможет почти в полной мере обеспечить свои потребности в рефинансировании на 2008 г. Однако, по нашему базовому сценарию, операционного денежного потока Evraz Group будет недостаточно, чтобы обеспечить погашение основной суммы долга (USD2.1 млрд) и выплату процентов (около USD700 млн) в 2009 г. И хотя мы предполагаем, что группа сможет получить рефинансирование в государственных банках, мы не видим причин, по которым еврооблигации Evraz Group должны торговаться с премией к бумагам Северстали.

Амурметалл

Амурметалл – электрометаллургическая компания, представленная на рынке рублевых облигаций. Масштабная программа модернизации позволила предприятию существенно улучшить и расширить мощности. Но в результате долговая нагрузка Амурметалла резко возросла, и если при хорошей рыночной конъюнктуре компания с соотношением Долг/EBITDA на уровне 3.5 могла легко обслуживать долг и привлекать новые заимствования для погашения существующих, то в 2009 г. рефинансирование краткосрочного долга объемом USD350 млн будет трудной задачей. Если эту проблему решить не удастся, Амурметалл как достаточно современная электросталеплавильная компания может представлять интерес для лидеров отрасли.

Распадская

Угольная компания Распадская – наш фаворит среди горнодобывающих компаний, и мы по-прежнему считаем ее долговые обязательства одними из наиболее привлекательных в секторе. Распадская, бесспорно, является одним из лидеров отрасли, занимает второе место по объему добычи коксующегося угля в России после Мечела и характеризуется максимальной эффективностью производства концентрата коксующегося угля. Контрактные цены на коксующийся уголь в настоящее время снижаются (ММК удалось уменьшить их на 30%), и в следующем году этот процесс продолжится, однако запас рентабельности EBITDA Распадской (72% по итогам первого полугодия 2008 г.) позволит ей сравнительно легко преодолеть период низких цен и сокращения производства. Другой сильной стороной компании является отсутствие проблем с рефинансированием: выпуск еврооблигаций Распадская 12 представляет собой почти 100% ее долга.

АК АЛРОСА

Финансовое положение АК АЛРОСА, на наш взгляд, резко ухудшилось в 2008 г. и продолжит слабеть и в следующем году. Компании предстоит осуществлять дальнейшие инвестиции в строительство шахт, что увеличит ее долговую нагрузку. Кроме того, из-за снижения спроса на алмазы во всем мире она была вынуждена объявить о сокращении добычи на 40%. С другой стороны, то обстоятельство, что в этом году АК АЛРОСА перешла под прямой контроль государства, должно положительно сказаться на ее кредитном качестве. Таким образом, хотя самостоятельный кредитный профиль компании ухудшается, АК АЛРОСА вряд ли столкнется с серьезными проблемами при обслуживании долга.

Белон

В 2008 г. Белон значительно увеличил производственные мощности после ввода в эксплуатацию шахты Костромовская (до 2 млн тонн коксующегося угля в год) и разреза Новобачатский (до 0.5 млн тонн коксующегося угля в год); к 2012 г. планировалось увеличить годовой объем добычи до 14 млн тонн (по 7 млн тонн коксующегося и энергетического угля). Финансовые коэффициенты также улучшились на фоне роста объемов выпуска и повышения цен, однако в 2009 г. Белон ощутит на себе замедление роста экономики и падение спроса со стороны производителей стали. Долговая нагрузка компании является относительно высокой при соотношении Долг/EBITDA на уровне 2.75 и объеме краткосрочного долга в 9 млрд руб. Мы считаем, что если Белон столкнется с проблемами при рефинансировании долга, ММК (владеет 50% акций СП, контролирующего Белон) воспользуется этой возможностью, чтобы увеличить свою долю в компании и повысить обеспеченность углем.

ТМК

Позиция группы ТМК, с нашей точки зрения, будет несколько лучше, чем у конкурентов. В ее структуре реализации большая доля продукции поставляется предприятиям устойчивого нефтегазового сектора. Кроме того, компания завершила первый этап стратегической инвестиционной программы: (введены в эксплуатацию трубопрокатный комплекс со станом непрерывной прокатки годовой мощностью 600 тыс. тонн на Таганрогском металлургическом заводе, электродуговая печь мощностью 1 млн тонн стали на Северском трубном заводе и комплекс по выпуску прямошовных труб большого диаметра мощностью 650 тыс. тонн на Волжском трубном заводе) и отложила другие проекты, поэтому может ограничиться только ремонтом и техническим обслуживанием. Тем не менее, вопросы рефинансирования будут для ТМК приоритетными в 2009 г.: компании предстоит погасить долговые обязательства и синдицированный бридж-кредит на покупку активов IPSCO суммарным объемом USD1 млрд, выплатить USD580 млн по опциону с Evraz Group и около USD300 млн процентных платежей, а также рефинансировать краткосрочные кредиты российских банков в размере не менее USD0.8 млрд.

Группа ЧТПЗ

Кризис застал Группу ЧТПЗ в процессе реализации инвестиционной программы по строительству новых сталеплавильных цехов, цеха по производству заготовок, мощностей для выпуска труб большого диаметра и нового центра для финишной обработки бесшовных труб нефтегазового сортамента общей стоимостью USD1 млрд. Кроме того, ситуацию усугубили приобретения активов для нового нефтесервисного дивизиона, представленного холдинговой компанией Римера. Объем производства ЧТПЗ сократился на 13% по данным за девять месяцев 2008 г. (против 10% для российских заводов ТМК), и мы полагаем, что в 2009 г. выпуск может снизиться еще сильнее – основную долю в ассортименте продукции (60% в 2007 г.) занимают трубы промышленного назначения. Краткосрочный долг ЧТПЗ и ПНТЗ (без учета задолженности на уровне холдинга и сервисного подразделения) на первое октября составлял 26 млрд руб.; кроме того, ЧТПЗ предстоит исполнить оферту по третьему выпуску рублевых облигаций на 8 млрд руб. в октябре 2009 г. Мы прогнозировали, что долговая нагрузка Группы ЧТПЗ в этом году заметно возрастет: на конец 2007 г. соотношение Долг/EBITDA составляло 1.9, а на первое октября 2008 г. – 5.2 (по результатам ЧТПЗ и ПНТЗ по РСБУ), и сейчас мы не ожидаем улучшения ситуации в 2009 г. В целом, мы считаем, что риски рефинансирования для Группы ЧТПЗ выше, чем для ТМК, а возможности получить рефинансирование в ВЭБ или государственных банках несколько ниже.

Телекоммуникации

Мы полагаем, что телекоммуникационный сектор окажется одним из наиболее устойчивых к негативному влиянию кризиса. Пока сложно оценить, насколько ухудшатся основные показатели, такие как средний доход на абонента (ARPU), но люди, безусловно, не перестанут пользоваться телефоном и выходить в Интернет.

Операторы мобильной связи

В связи с замедлением экономики операторы мобильной связи вместо роста бизнеса сосредоточили внимание на эффективном управлении балансом. Основную угрозу для них представляет девальвация российской валюты, поскольку долг компаний преимущественно номинирован в долларах, а тарифы – в рублях. Однако риск девальвации, пожалуй, больше связан с общим экономическим спадом: в случае существенного ослабления рубля операторы пересмотрят тарифные планы, и тогда доля абонентов, сокращающих пользование их услугами, будет зависеть от снижения реальных располагаемых доходов населения. С нашей точки зрения, облигации операторов мобильной связи выглядят относительно надежно по следующим причинам.

- Умеренная долговая нагрузка. Несмотря на масштабные программы капиталовложений и ряд сделок по приобретению, проведенных за прошедшие годы, долговая нагрузка компаний осталась на приемлемом уровне, а сроки погашения обязательств распределены достаточно равномерно. Годовой объем погашений МТС не превышает USD1 млрд, а для ВымпелКома максимальный объем погашений за год составляет USD2 млрд.
- Инвестиционные программы и дивидендные выплаты могут быть сокращены, а новые крупные приобретения маловероятны. Представители МТС недавно сообщили, что необходимый для технического обслуживания объем капиталовложений в 2009 г. не превышает USD500 млн (против USD2.5 млрд, запланированных на 2008 г.). Для ВымпелКома приоритетом станет снижение долга и лишь затем выплата дивидендов, однако МТС вряд ли поступит аналогичным образом, поскольку дивиденды компании являются основным источником денежных потоков для материнского холдинга АФК Система.

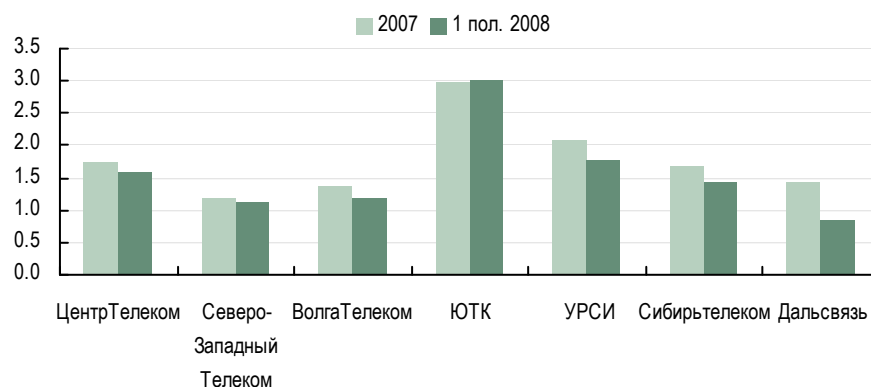
Мы полагаем, что операторы мобильной связи могли бы рефинансировать часть внешнего долга в ВЭБ; кроме того, государственные банки, скорее всего, также будут готовы предоставить этим компаниями кредиты – ранее операторы мобильной связи практически не обращались к российским банкам за финансированием. Благодаря высоким рейтингам облигации эмитентов этого сектора могут быть включены в список РЕПО и Ломбардный список Банка России, и в будущем можно ожидать новых «технических» размещений, создающих обеспечение для получения ликвидности через банки.

По нашему мнению, даже при полном отсутствии доступа к рефинансированию МТС, ВымпелКом и МегаФон смогут погасить свои обязательства за счет операционных денежных потоков. Самостоятельное кредитное качество МТС в настоящий момент выглядит более сильным по сравнению с ВымпелКомом за счет более низкого объема долга и меньшей чувствительности к рискам девальвации (благодаря меньшему объему обязательств в иностранной валюте). Основным риском для МТС остается устойчивость материнской компании (АФК Система) и ее дочерних структур – другими словами, возможность того, что АФК Система потребует увеличения размера дивидендов, сократив объем денежных потоков, остающихся в распоряжении оператора.

Операторы фиксированной связи

Финансовое положение операторов фиксированной связи в первой половине года продолжало улучшаться. Соотношение Чистый долг/EBITDA на конец июня 2008 г. у всех компаний сектора (кроме ЮТК, долговая нагрузка которой остается повышенной) находилось на комфортном уровне 0.8-1.5. Капитальные затраты в процентном соотношении к выручке и EBITDA снижались, и у большинства компаний операционные денежные потоки превышали объем инвестиций. Мы ожидаем, что с точки зрения выручки представители сегмента фиксированной связи будут более устойчивыми к кризису, чем мобильные операторы. Мы также прогнозируем, что программы капиталовложений – основная статья расходов – в 2009 г. будут существенно сокращены. В частности, Уралсвязьинформ уже сообщил о снижении инвестпрограммы на будущий год почти на 50%.

Рисунок 33. Коэффициент Чистый долг/EBITDA операторов фиксированной связи



Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Операторам фиксированной связи все еще предстоит рефинансировать краткосрочный долг, однако благодаря статусу государственных компаний решить эти вопросы им будет гораздо проще. Таким образом, мы не ожидаем случаев неисполнения или реструктуризации обязательств в секторе. Исключением здесь является ЮТК, которая по-прежнему имеет самую высокую долговую нагрузку и должна решить более серьезные задачи, связанные с рефинансированием долгов. Но даже если у компании возникнут какие-либо трудности с погашением задолженности, мы считаем, что они будут разрешены в кратчайшие сроки и долг будет уплачен полностью.

Машиностроение

Российский сектор машиностроения отличался относительно высокой долговой нагрузкой и низкой рентабельностью даже в лучшие времена. С нашей точки зрения, до начала кризиса многие компании в этой отрасли продолжали свою деятельность только благодаря доступности кредитных ресурсов. Несмотря на то, что бизнес-модели многих предприятий, на наш взгляд, нежизнеспособны, существует большая вероятность, что правительство продолжит оказывать им поддержку в различных формах – достаточную, чтобы удержать их на плаву, но не для того, чтобы обеспечить их устойчивое развитие.

Доступность кредитных средств в промышленном секторе будет различаться для каждой конкретной компании, и именно этот фактор будет определяющим для их жизнеспособности. Государственные предприятия и лидеры отрасли будут иметь более свободный доступ к финансированию, в то время как для компаний третьего эшелона эти возможности будут крайне ограничены. Прибыльность сократится по всему сектору не только из-за ухудшения макроэкономической конъюнктуры, но и в связи с ростом процентных расходов. По нашим оценкам, рублевые кредиты если и выдаются, то по ставке около 20%. При такой стоимости заимствований большинство компаний станут убыточными, поскольку их операционная прибыль не будет покрывать процентные расходы. Таким образом, мы считаем, что именно в 2009 г. промышленному сектору как никогда будет необходима государственная поддержка, однако не все компании ее получат. В любом случае, количество эмитентов в данном сегменте будет сокращаться. Мы не рекомендуем инвесторам вкладывать средства в облигации компаний машиностроительной отрасли.

Таблица 7. Оценка процентных расходов и операционной рентабельности

Компания	Отчетность	Выручка, млн руб.	Долг, млн руб.	Долг/ Выручка	Процентные расходы* при ставке 20%	Операционная рентабельность
Автомобильные компании						
АвтоВАЗ	2007 г., МСФО	187.5	40.2	0.21	4.3%	2.1%
АвтоВАЗ	9 мес. 2008 г., РСБУ	126.6	22.8	0.14	2.7%	2.5%
Группа ГАЗ	1 пол. 2008 г., МСФО	81.1	36	0.22	4.4%	6.9%
Sollers	1 пол. 2008 г., МСФО	30.2	13.7	0.23	4.5%	9.6%
КАМАЗ	1 пол. 2008 г., МСФО	71	12.75	0.09	1.8%	8.7%
ИжАвто	9 мес. 2008 г., РСБУ	17.9	10.5	0.44	8.8%	4.2%
Авиастроительные компании						
Иркут (USD млн)	2007 г., МСФО	1023	995	0.97	19.5%	7.8%
РСК МиГ	2007 г., РСБУ	5.2	37.4	7.19	143.8%	-14.0%
Двигателестроительные компании						
КМПО	9 мес. 2008 г., РСБУ	3.2	0.63	0.15	3.0%	2.0%
Моторостроитель	1 пол. 2008 г., РСБУ	1.4	2.3	0.82	16.4%	11.4%
ПМЗ	9 мес. 2008 г., РСБУ	7.18	4.32	0.45	9.0%	4.7%
НПО Сатурн	9 мес. 2008 г., РСБУ	4.82	16.1	2.51	50.1%	11.2%
УМПО	9 мес. 2008 г., РСБУ	10.3	18.4	1.34	26.8%	-6.7%
Другие						
ТВЗ	9 мес. 2008 г., РСБУ	17.6	4.47	0.19	3.8%	6.6%
Гидромашсервис	9 мес. 2008 г., РСБУ	13.4	2.95	0.17	3.3%	6.4%
Мотовилихинские заводы	9 мес. 2008 г., РСБУ	2.58	2.81	0.82	16.3%	16.7%
Курганмашзавод	9 мес. 2008 г., РСБУ	5.1	4.2	0.62	12.4%	5.1%
Криогенмаш	9 мес. 2008 г., РСБУ	2.1	2.2	0.81	16.2%	5.6%

* Отношение процентных расходов к выручке.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Автомобилестроение

Автомобильный сегмент был, наверное, самым сильным с финансовой точки зрения благодаря относительно низкой долговой нагрузке (соотношение Долг/EBITDA около 1-2) и стабильной рентабельности. В четвертом квартале 2008 г. произошло снижение спроса, но мы считаем, что в 2009 г. спрос на легковые автомобили может частично восстановиться в результате девальвации рубля, смещения потребительского спроса с иномарок на более дешевые автомобили отечественного производства и сокращения объемов автокредитования. Мы ожидаем, что автомобильный сегмент станет бенефициаром государственной программы антикризисных мер. АвтоВАЗу и Группе ГАЗ необходимо рефинансировать долг, а КАМАЗ и Sollers больше заинтересованы в мерах, направленных на стимулирование продаж.

Двигателестроение

Все компании этого сектора, за исключением КМПО, имеют высокую долговую нагрузку, и повышение стоимости долга приведет к резкому сокращению прибыли. Самый интересный сюжет в сегменте двигателестроения, а именно противостояние менеджмента НПО Сатурн и УМПО, с одной стороны, и Оборонпрома – с другой, пришел к логической и давно ожидаемой развязке – переходу контроля к госкорпорации. Мы полагаем, что теперь компании-эмитенты покинут рынок по мере погашения облигаций.

Вагоностроение

Трансмашхолдинг, ТВЗ и Уралвагонзавод – основные поставщики РЖД – будут более устойчивыми к негативному влиянию экономического спада, поскольку РЖД вряд ли резко сократит закупки подвижного состава. Кроме того, Уралвагонзавод является 100%-но государственной компанией, в состав акционеров ТВЗ также входит государство, а блокирующий пакет акций Трансмашхолдинга принадлежит РЖД.

Электроэнергетика

Влияние глобального кредитного кризиса и резкой переоценки активов на российский сектор электроэнергетики, в отличие от большинства отраслей, весьма ограничено. Этот сегмент по-прежнему в значительной степени регулируется государством с точки зрения как стоимости сырья, так и конечного продукта – электроэнергии. Однако активная стадия инвестиционного цикла предполагает серьезные потребности в финансировании для осуществления масштабных планов капиталовложений, которые сейчас оказались под большим вопросом – привлечь недорогие долгосрочные кредиты в российских банках стало практически невозможно, а международные рынки капитала и акций остаются полностью закрытыми. Дефицит кредитных средств вызывает ощутимые трудности с оборотным капиталом, а проблема просроченных платежей становится все более насущной. В то же время, вопрос рефинансирования в секторе электроэнергетики не является острым, и мы не ожидаем потока негативных сообщений об эмитентах отрасли в 2009 г.

- **Снижение спроса.** Хотя сокращение спроса может быть объяснено нетипично теплой осенней погодой, факт снижения спроса на электроэнергию на свободном рынке на 5% в ноябре по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года также указывает на проблемы, связанные с насыщением рынка. Возможно, экстраполировать эту тенденцию на 2009 г. пока рано, однако становится очевидным, что уровень спроса в следующем году будет зависеть от ситуации в российской экономике в целом.
- **Рентабельность.** Несмотря на негативную динамику спроса, мы ожидаем, что продолжающаяся либерализация рынка электроэнергии (начиная с первого июля 50% электроэнергии будет продаваться по рыночным ценам) окажет положительное влияние на доходы и рентабельность сектора в 2009 г.
- **Финансирование капиталовложений.** Многие генерирующие и распределительные компании недавно сообщили о планах по сокращению инвестиционных программ. Сейчас предприятиям действительно сложно финансировать масштабные вложения в развитие новых генерирующих мощностей и распределительных сетей. Правительство пока не выразило поддержку этой идее, но мы считаем, что генерирующие компании смогут отложить эти расходы до тех пор, пока ситуация на кредитном рынке не улучшится.
- **Текущий уровень долговой нагрузки не опасен.** На сегодняшний день уровень долга большинства компаний сектора не выглядит чрезмерным, поскольку значительная доля инвестиций была профинансирована за счет поступлений от размещений акций. Но как только спрос на электроэнергию и ситуация на кредитных рынках восстановятся, мы ожидаем, что компании начнут массово выпускать долговые инструменты для финансирования отложенных капиталовложений.

Таблица 8. Планы капиталовложений сектора электроэнергетики (исключая обслуживание и ремонт)

USD млн	Планы компаний	Прогноз РК
Генерация электроэнергии	15 572	9 717
ОГК	4 744	3 399
ТГК	2 938	1 387
РусГидро	2 837	1 402
Атомные электростанции	5 054	3 529
Распределительные компании (МРСК)	8 000	1 500
Электросетевые компании (ФСК)	9 433	5 349
Итого по сектору	33 005	16 566

Источники: РАО ЕЭС, Росатом, данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

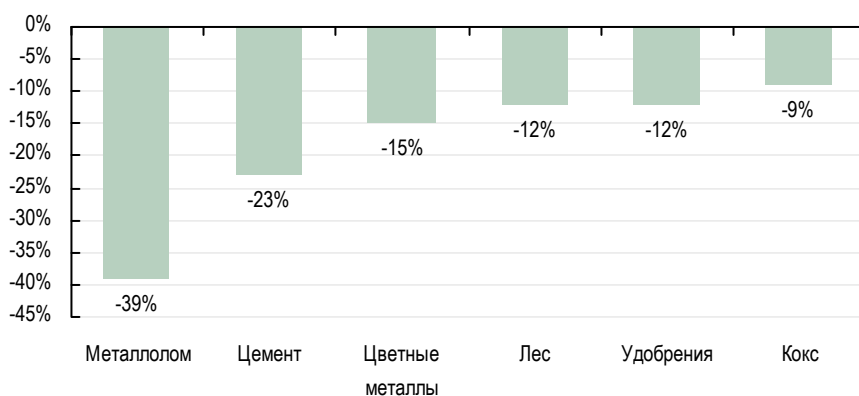
Основное влияние на долговые инструменты эмитентов сектора электроэнергетики оказали случаи юридической реорганизации в 2007 г. и 2008 г., что повлекло за собой oferty по большинству выпусков и резкое снижение ликвидности. Мы считаем, что на нынешних ценовых уровнях рублевые облигации энергетических компаний являются не настолько привлекательными, как инструменты сталелитейных или телекоммуникационных компаний. Наибольший интерес в сложившихся непростых условиях, с нашей точки зрения, представляют два квазисуверенных эмитента – ГидроОГК и ФСК.

Транспортный сектор

РЖД

Транспортный сектор – еще одна циклическая отрасль, в значительной степени зависящая от макроэкономической ситуации. Компания РЖД (A3, прогноз «позитивный»/BBB+, в списке на пересмотр в сторону понижения/BBB+, прогноз «негативный») уже ощутила влияние падения цен на сырьевые товары в октябре, когда совокупный объем погрузки снизился на 4.4% к аналогичному периоду предыдущего года. В четвертом квартале 2008 г. РЖД ожидает сокращения объемов грузовых перевозок второго и третьего тарифного класса, которые являются самыми рентабельными для компании. В октябре менеджмент РЖД прогнозировал, что объемы перевозок восстановятся только во втором квартале 2009 г., а по итогам всего года в рамках базового сценария их рост составит 0.4%. Однако 13 ноября правительство приняло в качестве базового другой прогноз, согласно которому объем грузоперевозок в 2009 г. снизится на 6%, а выручки – на 7%, или 75 млрд руб. Несмотря на ожидаемое сокращение перевозок грузов, ранее одобренное повышение тарифов с первого января 2009 г. было подтверждено на уровне 12.5% (14.0% с учетом инвестиционной составляющей).

Рисунок 34. Динамика грузоперевозок РЖД в октябре 2008 г. в годовом сопоставлении



Источник: данные компании

Инвестиционная программа РЖД была утверждена в объеме 434 млрд руб., как и предлагалось компанией в качестве базового сценария. Иными словами, правительство признало, что операционный денежный поток РЖД в 2009 г. окажется под давлением, но не сочло нужным сократить капиталовложения. Финансирование может быть получено за счет денежных вливаний со стороны государства, а также новых «инфраструктурных» облигаций (объем выпуска в 2009 г. может составить 100 млрд руб.), которые, видимо, будут предложены крупнейшим банкам. Насколько мы полагаем, эти источники средств были предусмотрены и в базовом сценарии, но если поступления будут на 75 млрд руб. меньше, масштаб источников внешнего финансирования придется увеличить.

Принятые решения подтверждают нашу точку зрения, что собственное кредитное качество РЖД будет снижаться несколько быстрее, чем предполагалось ранее, а его зависимость от фактора государственной поддержки будет возрастать. Мы не сомневаемся в кредитоспособности РЖД в краткосрочной перспективе, но в будущем рейтинговые агентства могут пересмотреть позитивную оценку ее кредитного профиля, и рейтинги РЖД могут быть понижены в сравнении с суверенными (в настоящее время рейтинг компании по шкале Moody's на одну ступень выше суверенного, а рейтинги от S&P и Fitch соответствуют суверенному). Агентство Fitch подтвердило рейтинг РЖД на прежнем уровне, и, что интересно, без упоминаний о последних событиях.

Химическая промышленность

Кредитные риски в этой цикличной отрасли в настоящее время растут, и мы ожидаем, что рейтинговые агентства продолжат понижать рейтинги компаний. Отчасти это связано со снижением спроса и эффекта масштаба, но еще одной причиной является недостаточная гибкость расходов и неспособность поддержать рентабельность в условиях ухудшения ценовой конъюнктуры на конечную продукцию. Это особенно заметно в секторе азотных удобрений, поскольку цены на газ в России регулируются государством, и в 2009 г. их рост превысит 20%, независимо от состояния экономики. Оказавшись неспособными адаптироваться к повышению цен на природный газ на фоне снижения цен на продукцию, производители столкнутся с резким падением рентабельности. Тем не менее, себестоимость производства карбамида по-прежнему не превышает USD100 за тонну, и, даже принимая во внимание транспортные тарифы (которые в значительной части являются регулируемыми), производство должно остаться прибыльным. Снижение рентабельности в два-три раза и соответствующее ухудшение кредитных показателей вполне возможно, но негативное влияние этих факторов, скорее всего, будет краткосрочным и прекратится при некотором восстановлении цен на нефть.

Рисунок 35. Динамика цен на минеральные удобрения (FOB), USD за тонну



Источник: Bloomberg

Перспективы нефтехимической отрасли, на наш взгляд, более пессимистичны по сравнению с сегментом удобрений. Мировые производители углеводородов теоретически должны быть способны поддержать свою рентабельность, если коррекция цен на продукцию изначально вызвана снижением цен на сырье, а не сокращением спроса. Однако важно отметить, что значительный объем запасов, накопленных производителями и трейдерами во всем мире, а также уменьшение спроса на фоне ухудшения макроэкономических прогнозов означают, что период сокращения уровня запасов совпадет с периодом низкой загрузки производственных мощностей. Многие нефтехимические заводы в Европе и Азии уже остановлены. В 2009 г. глобальная проблема перепроизводства усугубится в связи с вводом в эксплуатацию новых мощностей. На российском рынке пик цен на полимеры пришелся на сентябрь, что отчасти связано с закрытием мощностей на ремонт летом. С тех пор спот-цены уменьшились примерно на 15-25%, а контрактные цены на поставки в декабре указывают на ожидаемое снижение цен еще на 30-40% с максимальных значений. Спот-цены на полиэтилен низкой плотности уже показали спад к аналогичному периоду предыдущего года, аналогичная тенденция наблюдается и в динамике цен на полиэтилен высокой плотности. Поскольку на российском рынке цены на полиэтилен снижаются медленнее, мы ожидаем, что доля импортируемых продуктов вновь увеличится.

Рисунок 36. Динамика цен на нефтехимическую продукцию, USD за тонну



Источник: Bloomberg

ЕвроХим

ЕвроХим (BB/BB) столкнется с ухудшением показателей по всем сегментам, и самый значительный спад, с нашей точки зрения, произойдет в секторах азотных удобрений и железной руды. Благодаря тому, что в октябре 2008 г. компании удалось привлечь синдицированный кредит под обеспечение экспортной выручкой объемом USD1.5 млрд сроком на четыре года, несмотря на крайне сложную ситуацию на кредитных рынках, ЕвроХим сможет полностью рефинансировать краткосрочную задолженность и добиться лучшей структуры долга в отрасли. За исключением платежей по кредиту, ближайший срок погашения еврооблигаций наступает в 2012 г., следовательно, структура обязательств ЕвроХима по срокам является наиболее благоприятной в секторе. Возможно, этот фактор подкрепляет положительную оценку рисков ЕвроХима со стороны рейтинговых агентств, но мы считаем, что кредитоспособность компании переоценена.

СИБУР Холдинг

СИБУР Холдинг (Ba2, прогноз «стабильный»/BB, в списке на пересмотр в сторону понижения) не успел завершить выкуп акций менеджментом и приобретение Амтел-Vredestein до падения рынка, и благодаря этому в нынешней трудной ситуации находится в относительно неплохой форме. Мы считаем, что показатели СИБУР Холдинга как наиболее диверсифицированной нефтехимической компании в России в следующем году должны быть несколько выше, чем у остальных представителей сектора. Компании придется пересмотреть масштабную инвестиционную программу объемом USD3.4 млрд на 2009-2010 гг., большую часть которой, вероятно, планировалось финансировать за счет заемных средств. В 2009 г. СИБУР Холдингу предстоит погасить обязательства на USD542 млн; согласно последнему отчету Moody's, эта сумма будет обеспечена за счет доступных кредитных линий.

Казаньоргсинтез

Казаньоргсинтез (CCC+/CCC, в списке на пересмотр в сторону понижения) находится в самой трудной ситуации среди крупных компаний – эмитентов облигаций в данном секторе. Чрезвычайно высокая долговая нагрузка (которая полностью перекрывает рыночную капитализацию в стоимости компании), отсутствие гибкости в затратах на этан и слабые перспективы восстановления цен на полиэтилен повышают вероятность еще одного нарушения ковенантов после публикации результатов за 2008 г. С другой стороны, результаты за девять месяцев 2008 г. по РСБУ указывают на значительное улучшение операционных показателей в третьем квартале, что может несколько облегчить положение компании. Мы по-прежнему считаем, что для Газпрома или СИБУР Холдинга сейчас не имеет смысла приобретать компанию – незачем принимать на себя большой объем долга, если в случае банкротства Казаньоргсинтеза других покупателей на актив все равно не будет.

Нижнекамскнефтехим

Нижнекамскнефтехим (В1, прогноз «стабильный»/В+, прогноз «позитивный») имеет более широкий ассортимент продукции, чем Казаньоргсинтез, что осложняет прогнозирование результатов компании. В сегменте синтетического каучука, на долю которого приходится до 40% выручки компании, мировые цены снизились на 50% с максимальных значений в июне, и мы ожидаем, что объемы выпуска будут снижаться на фоне сокращения спроса со стороны производителей автомобильных шин. Что касается сегмента мономеров и пластмасс, необходимо учитывать, что основным поставщиком прямогонного бензина для Нижнекамскнефтехима является компания ТАИФ, что обеспечивает предприятию определенную гибкость в управлении рентабельностью по сравнению с Казаньоргсинтезом.

Потребительский сектор

Влияние замедления экономического роста и кредитного кризиса, с нашей точки зрения, будет различаться для операторов розничных сетей, производителей продовольственных товаров и сельскохозяйственной продукции в зависимости от их места в производственно-сбытовой цепи.

Розничная торговля

С операционной точки зрения, розничные сети быстро и непосредственно почувствуют снижение потребительского спроса и темпов роста выручки по сравнению с прогнозными значениями – как по показателям выручки LfL, так и, возможно, потока покупателей. В некоторых случаях мы не исключаем и уменьшение выручки: ритейлеры, ориентированные на потребителей с высоким уровнем доходов, могут столкнуться со снижением трафика в связи с усилением конкуренции и сокращением уровня потребления. Операторы розничных сетей эконом-класса, такие как Магнит и X5 Retail Group, напротив, могут увеличить свою долю рынка. В целом, представители продуктовой розницы находятся в более благоприятном положении, чем непродовольственные сети, благодаря менее эластичному спросу и большей доле товаров массового потребления в этом сегменте.

Большинство мелких розничных сетей имеет высокую долговую нагрузку, и в случае недоступности финансирования или неспособности покрыть процентные платежи за счет доходов они могут быть вынуждены прекратить деятельность или продать бизнес более сильным игрокам. Правительство, по всей видимости, поддерживает консолидацию сектора; как сообщается, ВТБ было поручено предоставлять финансирование для потенциальных приобретений ведущим компаниям, таким как X5 Retail Group или Магнит. В то же время, правительство ясно дало понять, что государству безразлична структура акционеров самих крупных розничных операторов и выкуп их акций не предусматривается. Мы считаем, что активное участие государства в этом сегменте создает более тесные связи между банками и заемщиками, чем при обычных рыночных отношениях, и повышает вероятность пролонгации этих кредитов или рефинансирования других обязательств заемщиков. Это в особенности касается компаний, столкнувшихся с проблемами ликвидности, а не платежеспособности.

Что касается управления оборотным капиталом, вряд ли переговорные позиции ритейлеров станут слабее. Напротив, мы ожидаем, что крупные розничные сети с приемлемой долговой нагрузкой, получившие государственное финансирование, могут по крайней мере частично направить эти средства на предоплату поставщикам и таким образом обеспечить себе более высокую рентабельность. Инвестиционные программы всей отрасли будут существенно сокращаться, но поскольку большая часть капиталовложений направлены не на поддержание деятельности и могут быть отложены, сокращение инвестпрограмм не должно оказать значительного влияния на операционную деятельность компаний.

Колебания валютных курсов могут влиять на работу розничных сетей следующим образом: через снижение спроса на импортные товары (которые, опять же, в большей степени присутствуют в ассортименте розничных сетей премиум-класса), возможные положения договоров об аренде торговых площадей, а также валютную составляющую долга и лизинговых платежей.

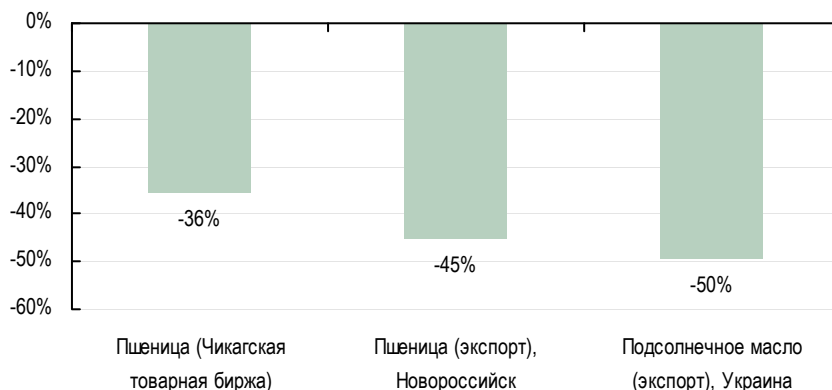
Пищевая промышленность и сельское хозяйство

Основной проблемой для производителей продовольственных товаров, в отличие от операторов розничных сетей, станет дефицит оборотного капитала, а также давление с обеих сторон производственно-сбытовой цепи. Качество дебиторской задолженности менее крупных ритейлеров и оптовых торговцев будет ухудшаться в связи со снижением потребительского спроса, увеличением срока оборачиваемости товарно-материальных запасов, необходимостью погашать краткосрочный долг и, как следствие, требованиями продления сроков торговых кредитов. В то же время, производители сельскохозяйственной продукции сами будут испытывать сезонное давление на оборотный капитал при сокращении объемов банковского кредитования.

Производители продовольственных товаров могут иметь валютные расходы в структуре прямых операционных издержек (когда используется импортное сырье, например, концентрат сока, свежие или замороженные фрукты, говядина). Помимо прямого снижения рентабельности в связи с ростом цен на сырье в рублевом исчислении и сокращения объемов продаж, негативное влияние могут оказать недоступность торгового финансирования и сложность в обеспечении предоплаты за поставки. Это также относится и к продавцам импортного продовольственного сырья: например, компания СОРУС Капитал допустила недавно дефолт по долговым обязательствам (изначально обвинив в своих проблемах клиентов, которые не смогли рассчитаться вовремя).

В сельскохозяйственном секторе ценовые колебания – важный фактор рентабельности, и, к сожалению, динамика цен находится в прямой зависимости от экономического цикла в целом. Среди продовольственных сырьевых товаров за последнее время значительно снизились цены на пшеницу, ячмень, кукурузу, рис и, в меньшей степени, сахар, что негативно сказывается на рентабельности экспорта и приводит к падению цен и на внутреннем рынке. В сегменте мяса птицы в первой половине 2008 г. также отмечалось снижение цен (с того времени цены отчасти восстановились), и некоторые мелкие игроки, такие как Моссельпром, были вынуждены начать переговоры с инвесторами о переносе сроков погашения долга. Девальвация рубля, очевидно, окажет положительное влияние на сектор (по крайней мере на сегмент зерна) за счет повышения конкурентоспособности экспортеров.

Рисунок 37. Динамика цен на пшеницу и подсолнечное масло в августе-октябре



Источник: Bloomberg

В период с 2005 по 2007 гг. был начат ряд крупных инвестиционных проектов в сельскохозяйственной отрасли, в том числе расширение земельных банков. Эти проекты требуют завершения и рефинансирования, и способность продлить соответствующие кредиты, очевидно, станет залогом жизнеспособности компаний. Следует также отметить, что многие участники сектора привыкли измерять уровень долга показателем покрытия процентных платежей, а не полным объемом привлеченных заемных средств, подчеркивая, что значительная часть долга субсидируется государством. Такой же подход использовали и инвесторы на рынке долговых обязательств. Сейчас эта привычка может сыграть злую шутку – потребности в рефинансировании открывают истинный масштаб долговой нагрузки в секторе.

Строительство и девелопмент

Строительная отрасль одной из первых серьезно пострадала из-за кризиса. Из общения с некоторыми лидерами сектора мы вынесли впечатление, что их по-прежнему больше заботят цены и рентабельность, чем денежные потоки. Отчасти их можно понять – эталонные оценки стоимости необходимы для организации продаж как таковых. Но все же многие компании пока явно не готовы к продаже своего «товара» быстро и с солидными дисконтами, чтобы выполнить финансовые обязательства. По нашему мнению, больше других рискуют компании, которые не смогут изменить этот образ мышления и согласиться с тем, что продажа активов в убыток зачастую является единственным способом уменьшить риски рефинансирования.

- **Ухудшение рыночной конъюнктуры.** Сектор столкнулся с серьезным ухудшением условий ведения бизнеса. Резко пошли на убыль объемы сделок, а реальные рыночные цены тщательно скрываются. Как представляется, в отрасли преобладает мнение, что до конца первого квартала 2009 г. движение цен не приобретет четко выраженной направленности. Очевидно, что рынок вступает в новую фазу цикла ввиду усиления ожиданий ценовой коррекции, заставляющих потенциальных покупателей откладывать сделки, пока масштабы коррекции не приобретут реальные очертания. Будущие денежные потоки девелоперов сейчас неопределенны, как никогда за последние годы, что включает уже, казалось, законтрактованные деньги (т. е. дебиторскую задолженность) по тем покупкам, которые могут быть отменены.
- **Риски рефинансирования.** Слабость структуры капитала отрасли очевидна, и рынок уже в течение некоторого времени проявлял беспокойство по поводу возможностей погашения краткосрочной задолженности. Нежелание банковской системы наращивать кредитование сектора недвижимости резко повышает риски рефинансирования. Среди небольших представителей рынка коммерческой недвижимости о неисполнении обязательств по CLN объявила компания PTM. Ситуация с ликвидностью у ГК ПИК, крупнейшего участника рынка массового жилья, по-прежнему вызывает серьезные опасения, хотя у правительства, как мы предполагаем, в случае необходимости найдутся побудительные причины предоставить ГК ПИК финансовую помощь напрямую либо через реструктуризацию долга по поручению государства. Показательно, что агентство Fitch срезало рейтинг ГК ПИК сразу на пять ступеней (с BB- до CCC), что стало максимальным по своим масштабам разовым изменением рейтинга. Из-за серьезных рисков рефинансирования, которым сейчас подвержена отрасль в целом, в настоящей публикации мы воздержимся от оценки перспектив конкретных заемщиков.

Вероятность и масштабы государственной поддержки отрасли строительства и девелопмента не следует переоценивать. Власти ясно дали понять, что на помощь могут рассчитывать – и то теоретически – только участники массового сегмента рынка жилой недвижимости. Подготовленный в Министерстве регионального развития проект постановления правительства, нацеленного на поддержку строительных компаний, до сих пор не утвержден. Общий размер государственной помощи может составить до 143 млрд руб. Указанная сумма включает 33 млрд руб. на программу предоставления жилья военнослужащим (компании могут предложить на продажу только законченные объекты, а все средства должны быть потрачены до конца 2008 г.), 60 млрд руб. на выкуп АИЖК пулов ипотечных кредитов у региональных банков и 50 млрд руб. на финансирование Фонда содействия реформированию ЖКХ. Только последняя составляющая позволит напрямую помочь завершить начатое строительство, поскольку фонд получит возможность покупать квартиры в домах, где строительные работы завершены на 70%.

Однако только 30% направленных в фонд средств будет выплачено девелоперам авансом до завершения строительства (насколько мы понимаем, до конца 2008 г.), тогда как остальные деньги будут перечислены только после сдачи объектов. Если принять во внимание объемы незавершенного строительства в регионах (78 млн кв. м) – в большинстве случаев остановленного из-за недоступности банковского финансирования и сокращения притока средств за счет предоплаты покупателей – стоимость этих мер нам представляется весьма скудной и вряд ли окажет ощутимое воздействие на рынок. Сроки предоставления денег Фонду ЖКХ и их долю, выделяемую на незавершенное строительство, также можно назвать малоэффективными.

Власти Москвы первоначально объявили о готовности направить до USD2 млрд на оздоровление отрасли и провели один конкурс, предложив застройщикам типового жилья продать уже построенные или близкие к завершению строительства квартиры общей площадью порядка 500 тыс. кв. м (жилье предполагалось использовать для переселения москвичей из ветхого фонда). Тендер на сумму порядка 40 млрд руб. состоялся в октябре, и победителями стали ГК ПИК (более 300 тыс. кв. м), Главстрой (около 120 тыс. кв. м) и СУ-155 (почти 100 тыс. кв. м). Позднее московские власти предприняли попытку снизить цены по сравнению с конкурсными на 12-15% и обеспечить себе больше пространства для ценового маневра на следующих конкурсах, несмотря на их юридически обязательный характер. Очевидно, что строители будут вынуждены пойти на уступки, поскольку в создавшихся условиях столичное правительство не только остается крупнейшим и важнейшим покупателем и источником наличности, но и, возможно, продолжит покупки в начале 2009 г.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Краснопресненская набережная, 18
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель аналитического
управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Украина
Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник
Борис Красноженов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Ирина Елиневская

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение
+ 7 (495) 662 5607
Пол Роджер
PRoger@rencap.com

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Скляр

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Дмитрий Ануфриев

**Рынок акций Средней Азии,
стратегия**
+ 7 (727) 244-1544
Екатерина Газадзе
Милена Иванова-Вентурини
Бектас Мукажанов

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка
+ 7 (495) 662 5612
Юлия Попова
Елена Ломакина
Екатерина Лизунова

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Лорен Мэнди