

Макроэкономическая конъюнктура

*«Благоприятная возможность
скрывается среди трудностей и проблем»,—
Альберт Эйнштейн*

США

■ **Снижение стоимости нефти может отложить повышение ставки ФРС.** На конец 2014 г. консенсус-прогноз по срокам повышения ставок ФРС указывал на середину 2015 г., однако, как мы полагаем, эти ожидания могут не оправдаться. Если цены на нефть продержатся на низком уровне достаточно долго для вытеснения с рынка добытчиков сланцевой нефти, то американская экономика может потерять до 1,5 млн рабочих мест в секторах, связанных с нефтедобычей. Стоит отметить, что уже сейчас отмечается падение выданных лицензий на разработку месторождений на 40%. Соответственно, к середине 2015 г. эффект от сокращения достигнет рынка труда, и **безработица в США может подняться до 6% с 5,8%** на конец 2014 г. Несмотря на то, что рост будет несущественным, снижение числа рабочих мест и явное замедление в отрасли, ставшей в последние годы драйвером экономического роста, могут **заставить ФРС продлить еще на какое-то время период ультрамягкой монетарной политики.** Доллар при этом может потерять от 5 до 10% к мировым валютам (индекс DXY) и вернуться на уровень 1П 2014 г., когда перспектива начала ужесточения монетарной политики была неоднозначной. ВВП США может вырасти на 1,6% по итогам 2015 г., тогда как консенсус-прогноз предполагает рост на 3%.

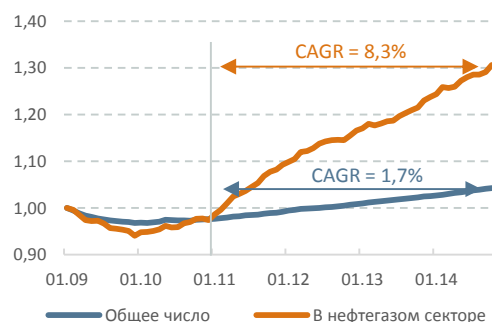
■ **В случае реализации сценария сокращения объема добычи нефти в США в 2 раза существует угроза кризиса junk bonds.** Бум сланцевой нефти привел к росту объема облигаций энергетического сектора. На текущий момент объем сегмента составляет почти 600 млрд долл. при объеме всего корпоративного сектора в 7,8 трлн долл. Причем почти половина этих займов была выпущена компаниями с показателем долг/EBITDA за 2013 г. выше 2-х. В случае если цена на нефть задержится на текущем уровне, уже через год показатель долговой нагрузки у большинства компаний может подскочить до 3-4 из-за резкого сокращения доходов от добычи, т.е. их кредитное качество ощутимо ухудшится. И если объемы добычи вновь не начнут расти, ряду компаний придется объявить дефолт по бондам. Правда, даже в случае дефолта всех облигаций

Индекс доллара DXY



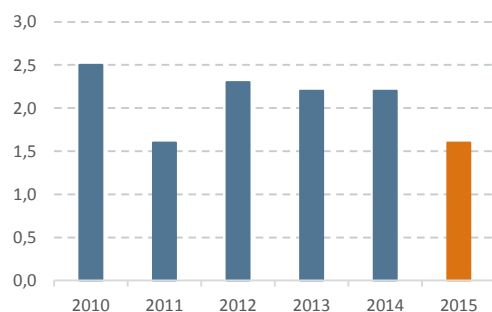
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение рабочей силы в США и в нефтегазовом



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

ВВП США и прогноз на 2015 г.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2014 г.



нефтегазового сектора (270 млрд долл.), мы не склонны полагать, что это приведет к финансовому коллапсу. Однако трудности, например, для фондов, инвестирующих в данный сегмент, будут вполне ощутимыми. Также ухудшение кредитного качества отдельных компаний приведет к росту стоимости заимствования для всего сектора и частично может отразиться на других секторах. Стоит отметить, что с начала снижения нефтяных цен доходность облигаций нефтегазового сектора уже взлетела с 6% до почти 10% и превысила среднюю доходность по корпоративным облигациям развивающихся стран.

📌 **Переход Конгресса под контроль Республиканской партии может усилить противостояние с президентом и не исключает повторения приостановки работы правительства.** Поводом для нового противостояния могут стать непопулярные у Республиканской партии реформы иммиграционной системы. Б. Обама пытается упростить условия регистрации мигрантов, что позволит увеличить число сторонников Демократической партии накануне президентских выборов 2016 г. Республиканской партии, в свою очередь, эта реформа **невыгодна** и с точки зрения роста числа граждан, поддерживающих оппозицию, и с точки зрения взглядов электората своей партии на проблему мигрантов. Поэтому наиболее вероятно, что Конгресс предпримет все меры для предотвращения этой реформы. В свою очередь рост напряженности между двумя основными партиями осложнит правительству решение проблем, таких как размер госдолга и дефицит бюджета.

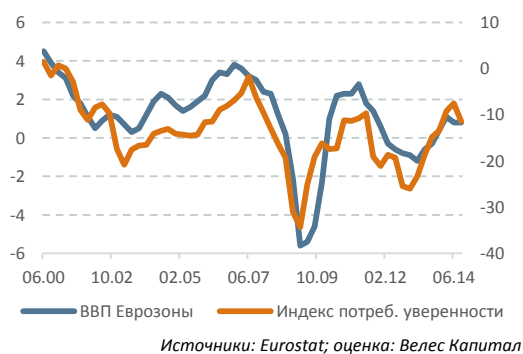
Европа

📌 **ЕЦБ придется запустить программу QE вопреки недовольству Германии.** Европе в 1-м квартале предстоит определиться с необходимостью запуска полномасштабной программы QE. На текущий момент обсуждаются варианты между выкупом корпоративного долга и гособлигаций, однако предпочтение, скорее всего, будет отдано именно гособлигациям. Шансы на запуск QE, на наш взгляд, достаточно высокие. Во-первых, темпы экономического роста остаются низкими (0,8% в годовом выражении по итогам 3 кв. 2014 г.). При этом индекс потребительской уверенности начал снижаться с июля 2014 г., что вполне может в дальнейшем сказаться на экономическом росте. Во-вторых, инфляция в еврозоне остается на низком уровне, а падение цен на нефть в конце 2014 г. может привести к ее дальнейшему замедлению. Низкая занятость населения также не является поводом для роста потребительских цен. Поскольку сползание экономики в дефляцию является неблагоприятным сценарием, это может послужить еще

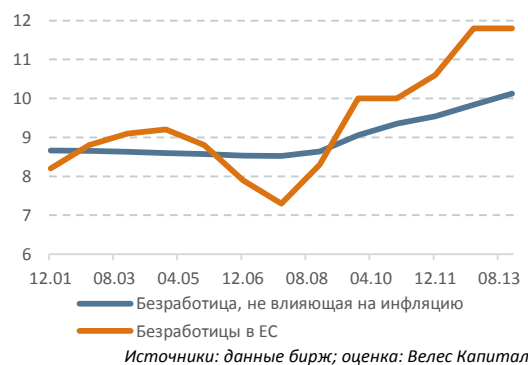
Индексы доходности облигаций нефтегазового, корпоративного секторов и ЕМ



ВВП и индекс потребительского доверия в еврозоне



Высокая безработица в ЕС стимулирует слабую инфляцию





одним толчком к расширению стимулирующих мер. В-третьих, М. Драги на последней пресс-конференции по итогам заседания ЕЦБ заявил, что для введения мер не требуется единогласной поддержки. Это, как мы полагаем, является сигналом, что недовольство Германии в отношении проводимой политики будет проигнорировано.

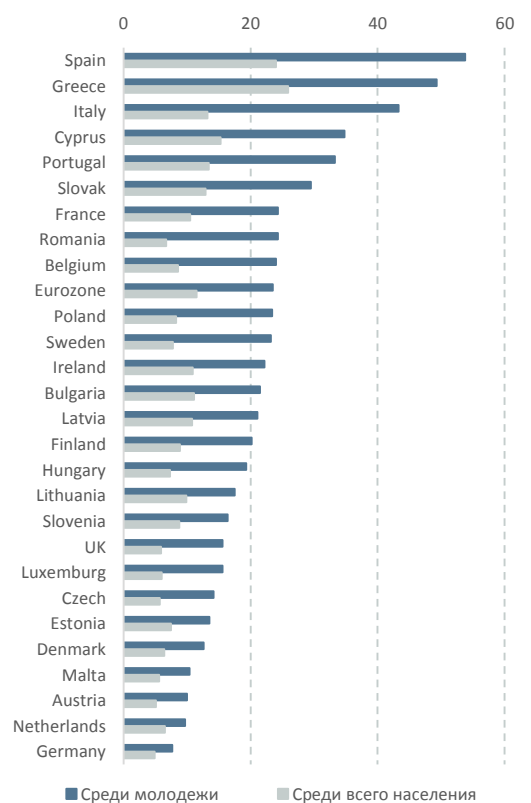
■ **Высокая безработица среди молодежи подрывает основы будущего экономического роста.** В сложившейся ситуации, когда в большинстве стран еврозоны наблюдается крайне высокая безработица среди молодежи, закладываются основы системного кризиса в валютном блоке. Трудности с поиском работы стимулируют образованное население к миграции в более благополучные страны. Это же приводит к нежеланию молодежи получать образование. В результате ряд стран еврозоны рискует столкнуться с нехваткой квалифицированных кадров. Кроме того, низкая занятость среди молодежи может породить череду антиправительственных выступлений. В первую очередь под ударом находятся проблемные страны: Испания, Греция, Италия, Кипр, Португалия и Словакия, но и в остальных странах занятость среди молодежи является достаточно низкой.

■ **Греция может вновь стать проблемой №1 в 1-м полугодии 2015 г.** Парламенту не удалось с третьей попытки избрать президента, и страну теперь ожидают досрочные парламентские выборы, которые намечены на 25 января. В этом случае к власти могут прийти более радикально настроенные политики. Согласно опросам, наибольшей поддержкой сейчас пользуется партия Сириза, выступающая против помощи Тройки и даже за списание части долга. При этом Греции пока не удастся достичь целей по дефициту бюджета, и ЕС уже настаивает на продлении программы помощи на полгода. Новый пакет может составить 10 млрд евро от ЕС и 16 млрд евро от МВФ. Взамен от страны могут потребовать введения новых непопулярных мер экономии, что лишь сильнее ударит по рейтингу действующей власти. Для европейской экономики смена правительства в Греции опасна еще и тем, что она может усилить радикальные настроения и в других пострадавших от кризиса странах, в частности в Испании.

Россия

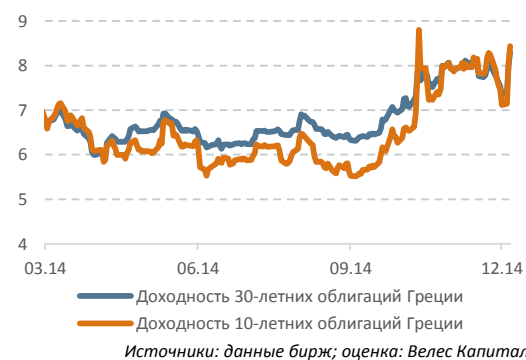
■ **Санкции в отношении России, скорее всего, снимут в течение 2015 г.** В первую очередь это касается европейских санкций, поскольку для их отмены, равно как и для принятия новых, требуется голосование всех членов ЕС. Поскольку в последнее время число противников санкций лишь увеличивается, мы полагаем, что их продления ждать не стоит. В частности, продуктовые санкции сказались на экспорте и стоимости товаров из стран Балтии, Испании, Франции, Италии и т.д. В результате правительствам многих европейских стран пришлось столкнуться не только с ухудшением экономических условий, но и ростом

Безработица в еврозоне



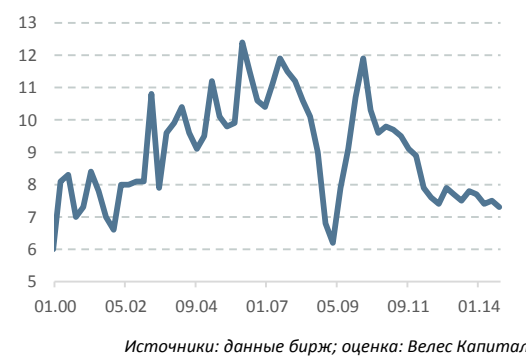
Источники: Eurostat; оценка: Велес Капитал

Динамика доходности облигаций Греции



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Темпы роста китайского ВВП продолжают замедляться



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



недовольства бизнеса.

Поддержка Украины также снижается. В конце года Киев заявил, что для предотвращения дефолта стране требуется еще 10 млрд долл., однако у ЕС возможностей для дальнейшей финансовой поддержки Украины нет. Тем более что требуемых экономических реформ в этом году проведено не было. Всего фонд поддержки за 2014 г. составил 1,61 млрд евро. Правда, наиболее болезненными для России стали финансовые ограничения банковского сектора, которые будут действовать до 31 июля 2015 г.

Китай

В 2015 г. Китаю предстоит столкнуться с продолжающимся замедлением экономики, поэтому курс на смягчение монетарной политики, скорее всего, будет продолжен. Еще в начале года темпы роста ВВП Поднебесной на 2014 г. оценивались в 8%, но в действительности они замедлились до 7,3%. В 2015 г. экономика может продемонстрировать рост менее 7%. Два ключевых сектора – недвижимость и промышленность – находятся под серьезным давлением. Спрос на недвижимость в 2014 г. неожиданно упал. В результате к концу года снижаться начали и цены, но пока это не подстегнуло спрос. При этом темпы роста доходов населения в 2014 г. также замедлились, а значит рассчитывать на скорое улучшение ситуации не приходится. Падение спроса на недвижимость имеет к тому же большой мультиплицирующий эффект – это замедление коснется и стройматериалов, и конечных товаров для благоустройства жилья. В промышленном секторе также наблюдается замедление, связанное со стагнацией мировой экономики и падением цен на сырье. Уже сейчас многие китайские металлурги выживают лишь за счет субсидирования, поэтому наблюдаемое замедление в отрасли может привести к еще большим проблемам.

В этих условиях Банк Китая, вполне вероятно, продолжит политику смягчения монетарной политики. К примеру, в 2014 г. он снижал нормы резервирования для банков. Для расширения набора стимулирующих мер нет никаких препятствий. Инфляция по итогам ноября замедлилась до 1,4% годовых, причем эта оценка еще не учитывает падение нефтяных котировок в декабре. Мы ожидаем, что в 1П 2015 г. инфляция в Китае может замедлиться еще сильнее.

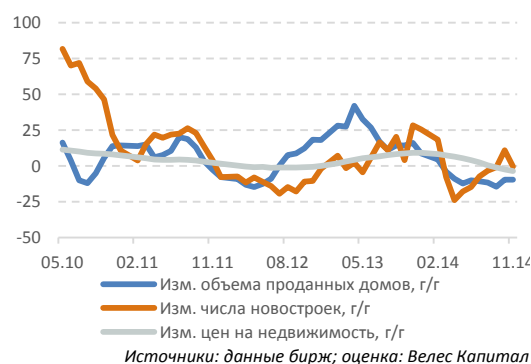
Нефть

Драматическое падение цен на нефть во второй половине 2014 г. стало результатом ряда одномоментно развивавшихся неблагоприятных факторов. Низкие темпы роста глобальной экономики вкупе с удорожанием доллара оказали сильнейшее негативное влияние как на котировки нефти, так и на сырьевые цены в целом. Отметим, что нефти удавалось длительное время избегать общих негативных тенденций на рынке сырья, где снижение началось еще в середине 2011 г. В основном это стало результатом обострения геополитической обстановки, которая привела к

Прирост располагаемых доходов населения Китая замедлился



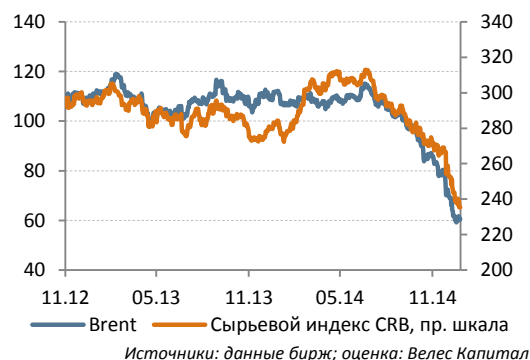
Рынок недвижимости Китая начал замедляться



Инвестиции в инфраструктуру пока покрывают замедление в промышленности и недвижимости



Нефть и сырьевой индекс CRB





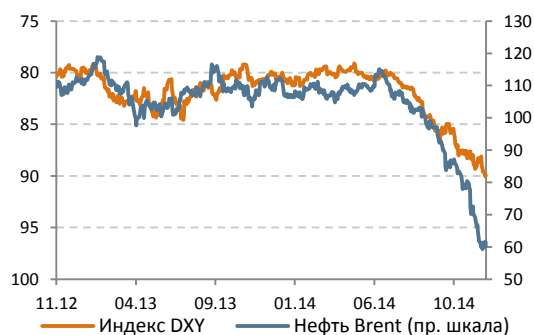
тому, что нефть, поставки которой оказываются крайне уязвимы в случае негативного развития ситуации на Ближнем Востоке, на протяжении нескольких лет торговалась со значительной рисковой премией. В 2014 г. выход США из программы количественного смягчения, а также ожидания грядущего повышения ставок ФРС привели к удорожанию доллара, что негативно отразилось на всех сырьевых рынках.

- Помимо общих проблем снижению котировок нефти способствовали и специфические для нефтяного рынка факторы. Высокие цены на нефть вкупе с доступностью капитала позволили американским сланцевым компаниям в последние годы значительно нарастить добычу. Пик роста добычи пришелся на вторую половину 2014 г. – по итогам года прирост добычи в США может составить порядка 1,5 млн барр. в сутки. Одновременно с ростом добычи в США произошла некоторая стабилизация ситуации в Ливии, в результате чего эта страна смогла нарастить добычу к концу лета до 900 тыс. барр. в сутки по сравнению со 150-250 тыс. барр. в начале года. Некоторый рост добычи продемонстрировал Иран после частичного снятия санкций и начала переговоров по ядерной программе. Итогом столь значительного роста предложения стал избыток нефти на рынке на уровне в среднем по году порядка 700 тыс. барр. в сутки по сравнению с дефицитом порядка 450 тыс. барр. в сутки в 2013 г.

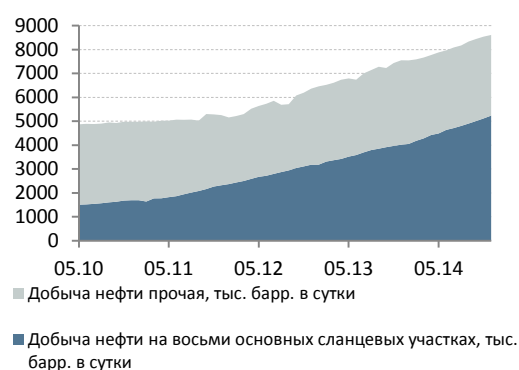
- Несмотря на значительное снижение котировок нефти, ОПЕК на заседании в конце ноября отказался от снижения квот на добычу, тем самым продемонстрировав решимость вытеснить с рынка производителей с высокими издержками, в первую очередь – американские сланцевые компании. Действия ОПЕК и продолжающийся бум сланцевой нефти в США, а также достаточно низкие темпы роста мировой экономики (а значит – и спроса на нефть) породили ожидания усиления дисбаланса на рынке нефти. Так, по данным Международного Энергетического Агентства, избыток нефти на рынке может вырасти в 2015 г. до более чем 1 млн барр. в сутки. Эти ожидания привели к дальнейшему падению котировок нефти марки Brent ниже 60 долл. за баррель и породили опасения относительно возможности падения котировок вплоть до минимумов 2008 г. – порядка 40 долл. за баррель.

- Мы не разделяем мнения относительно возможности дальнейшего катастрофического падения цен на нефть. Более того, ожидаем роста как минимум до 80 долл. к концу 2015 г.** На потенциал роста указывает ряд факторов. Во-первых, предыдущие прогнозы о перепроизводстве нефти в 2015 г., вероятно, не сбудутся – уже сейчас ряд американских компаний заявил о снижении бюджетов на бурение в 2015 г. (например, Conoco Phillips и Marathon Energy урезали бюджеты на бурение на 20%), – и это только начало. Снижение числа работающих буровых уже началось в октябре-ноябре

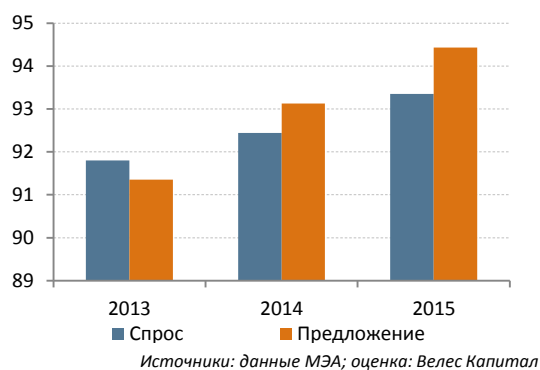
Нефть и курс доллара



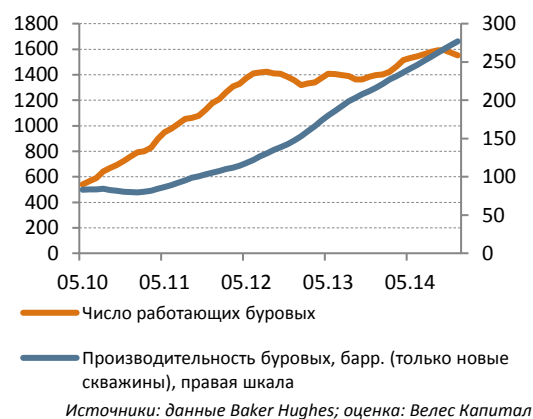
Добыча нефти в США



Прогноз баланса рынка нефти МЭА



Статистика бурения в США





текущего года. Перспективы дальнейшего снижения отражают данные по числу разрешений на бурение в США, полученных в октябре (снижение на 15% по сравнению с сентябрем) и ноябре (снижение на 40% по сравнению с октябрем). В декабре число разрешений на бурение в Техасе – крупнейшем штате по объемам добычи сланцевой нефти – снизилось еще на 50%. Мы ожидаем, что по итогам 2015 г. бурение в США снизится по меньшей мере на 30% по сравнению с 2014 г. В этом случае прирост добычи нефти в США составит не 1 млн барр. в сутки, как ожидалось, а только 400-450 тыс. барр. в сутки, причем к концу года добыча может даже снизиться по сравнению с концом 2014 г. Также заметное снижение добычи может произойти в Канаде. 11 канадских компаний (на которые приходится порядка половины добычи) уже объявили о снижении капитальных расходов и понизили прогнозы примерно на 300-350 тыс. баррелей в сутки по сравнению с 2014 г. Больше всего пострадает добыча канадских производителей нефти из нефтеносных песков – высокая себестоимость требует сокращения производства при нынешнем уровне цен, а технология позволяет это сокращение быстро осуществить.

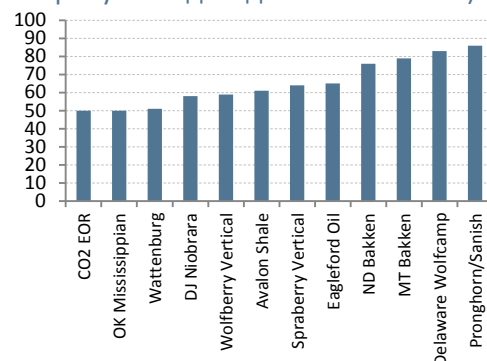
В конце года из-за активизировавшейся гражданской войны практически прекратился экспорт из Ливии – в декабре появилась новость о том, что текущее производство нефти уже не покрывает внутреннее потребление в Ливии (порядка 250 тыс. барр. в сутки). В августе Ливия добывала до 900 тыс. баррелей, т.е. предложение сократилось на 650 тыс. баррелей в сутки.

Не исключено, что обострение геополитической обстановки может вызвать снижение добычи в Ираке. Это возможно как в случае активизации летом 2015 г. ИГИЛ на севере Ирака (что может повлиять на добычу в Курдистане), так и в случае усиления давления на ИГИЛ со стороны международной коалиции – закономерным решением стали бы бомбардировки месторождений, оказавшихся в руках исламистов в попытке лишить их экономической базы.

Значительный элемент неопределенности вносит позиция ОПЕК, в первую очередь – Саудовской Аравии, представители которой неоднократно заявляли, что не пойдут на снижение квот, готовы терпеть и более низкие цены и даже могут пойти на увеличение добычи в случае роста цен. В то же время **Саудовская Аравия в конце декабря приняла бюджет на 2015 г. исходя из среднегодовой цены нефти в 80 долл. за баррель, а ранее представители ОПЕК заявляли, что ждут восстановления цен во второй половине 2015 г. Именно такой сценарий является ориентиром для рынка на текущий момент.**

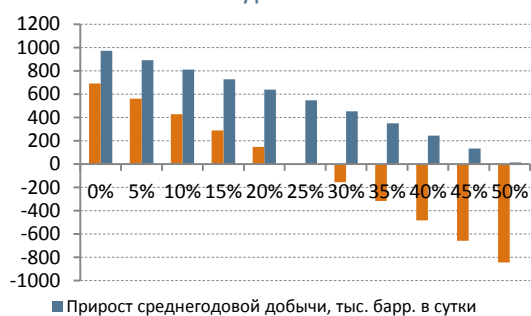
Технические индикаторы также указывают на высокую вероятность восстановления цен к концу 2015 г.

Цена безубыточности разработки сланцевых месторождений (с учетом 15% требуемой доходности вложений)



Источники: данные ISI Group; оценка: Велес Капитал

Прогноз прироста добычи сланцевой нефти в США в зависимости от изменения объемов бурения в 2015 г.

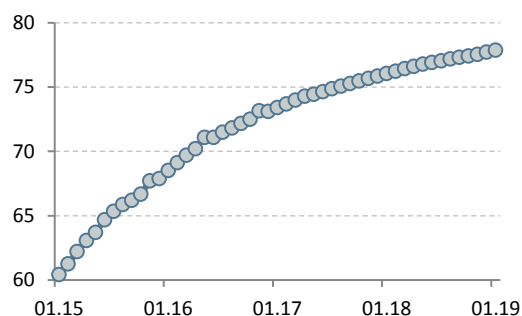


■ Прирост среднегодовой добычи, тыс. барр. в сутки

■ Изменение добычи в декабре 2015 г. по сравнению с декабрем 2014 г., тыс. барр. в сутки

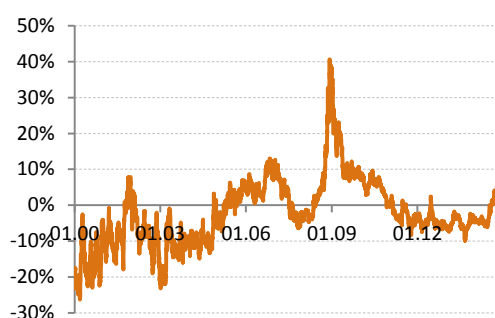
Источники: данные Baker Hughes; оценка: Велес Капитал

Фьючерсная кривая Brent



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Спред ближайшего контракта к годовому



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Исторические минимумы отношения длинных позиций спекулянтов к коротким указывают на низкую вероятность дальнейшего наращивания коротких позиций со стороны фондов. Фьючерсная кривая указывает на высокую вероятность роста цен на нефть до конца 2015 г. В частности, Стоимость декабрьских контрактов 2015 г. на 12% выше цены январских фьючерсов, при этом исторически столь сильно выраженное контанго во фьючерсах на нефть вело к существенному укреплению котировок. **По нашим расчетам, исходя из фьючерсной кривой можно ожидать роста цен на нефть на 32%-33% к концу 2015 г. – т.е. до 80 долл. за баррель.**

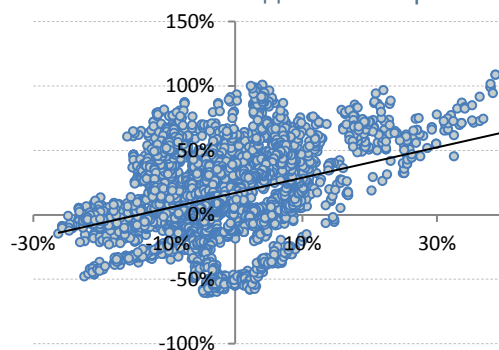
- Серьезной угрозой для баланса спроса и предложения на рынке нефти в 2015 г. остается возможность снятия международных санкций с Ирана, что может добавить к мировому предложению нефти порядка 1 млн баррелей в сутки. Тем не менее, несмотря на переговоры, продолжавшиеся практически весь 2014 г., пока что никакого прогресса не достигнуто и вероятность снятия санкций с Ирана в 2015 г. мы оцениваем ниже 50%.

Металлы

- **Железная руда.** Негативные тенденции на рынке железной руды сохраняются в 2015 г. Добыча железной руды в Австралии, лидирующей по объемам экспорта этого сырья, растет быстрее спроса в КНР, что усугубляет избыток предложения на рынке. Согласно последнему прогнозу министерства промышленности Австралии, в следующем году железная руда будет стоить в среднем 63 долл. за тонну. В 2014 г. средняя цена железной руды составит около 88 долл. за тонну. Производители, включая Rio Tinto Group и BHP Billiton Ltd., нарастили добычу в Австралии, что способствовало перенасыщению рынка и обвалу цен на железную руду на 49% с начала 2014 г. По некоторым оценкам, в 2015 г. котировки могут опуститься ниже 60 долл. из-за увеличения производства и ослабления спроса в Китае на фоне возможного продолжения циклического спада активности на жилищном рынке Поднебесной.

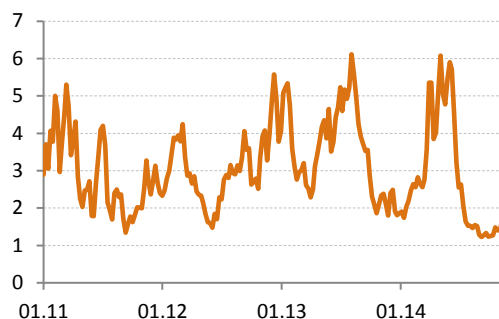
- **Алюминий.** Ситуация на рынке алюминия значительно улучшилась в 2014 г. Избыток производства алюминия сократился, причем вне Китая участники отрасли наблюдают дефицит металла. В 2013 г. крупнейшие производители алюминия начали сокращать выпуск на наименее рентабельных предприятиях после многолетнего переизбытка производства. По оценкам CRU, дефицит этого металла вне Китая в 2014 г. составит 0,74 млн т, а в 2015 г. вырастет до 0,86 млн т. Менеджмент Русала, крупнейшего производителя алюминия в мире, ожидает, что дефицит в течение следующих 5 лет не будет опускаться ниже 1 млн т в год. В настоящее время как производители алюминия, так и аналитические агентства отмечают оздоровление баланса

Годовой прирост цены на нефть в зависимости от текущего спреда ближайшего и годового контракта



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Отношение длинных/коротких позиций спекулянтов, Brent



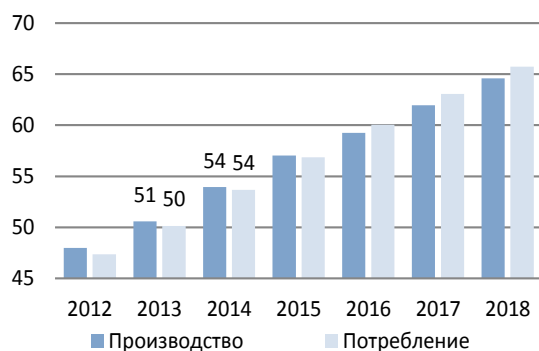
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Импортная железная руда 62%, Шанхай



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Прогноз мирового рынка алюминия, млн т



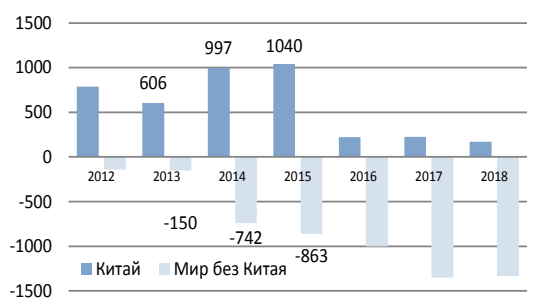
Источники: данные CRU; оценка: Велес Капитал



производства/потребления и единодушны в ожиданиях будущего дефицита. Предполагается, что темпы ввода мощностей в алюминиевой отрасли Китая снизятся с 14% в 2013 г. до 5-10% в 2014 г. По оценке участников отрасли, темпы ввода в Китае могут оказаться ниже темпов роста потребностей экономики страны, что окажет позитивное влияние на цену металла. Дефицит привел к долгожданному снижению запаса алюминия на складах. Так, по данным Metal Research, запасы на крупнейших биржах металлов с начала года снизились на 18% и продолжают уменьшаться. Это является кардинальным переломом прежней долгосрочной тенденции увеличения запасов алюминия на фоне перепроизводства, наблюдавшейся с 2007 г. Крупнейшие производители алюминия в мире — Русал и Alcoa — обозначили уровень цен, при котором они будут рассматривать необходимость восстановления выпуска на остановленных заводах. Для Alcoa эта граница находится на уровне 2 700 долл. за т алюминия, у Русала — на уровне 2 500 долл. за т. В то же время девальвация рубля может позволить Русалу пересмотреть границу возобновления производства благодаря снижению издержек. Позитивное влияние на цену алюминия оказали ожидания, связанные с запретом экспорта необработанных руд из Индонезии. Китаю пришлось начать импорт сырья из Австралии, что привело к увеличению себестоимости производства примерно на 80 долл. на т. Свой вклад внесли страхи по поводу распространения лихорадки Эбола в Западной Африке, которая обеспечивает 20% морской торговли бокситами. Новым источником спроса на металл может стать производство алюминиевых кузовов автомобилей — корпуса из алюминия начали изготавливать такие автопроизводители как Ford и Jaguar.

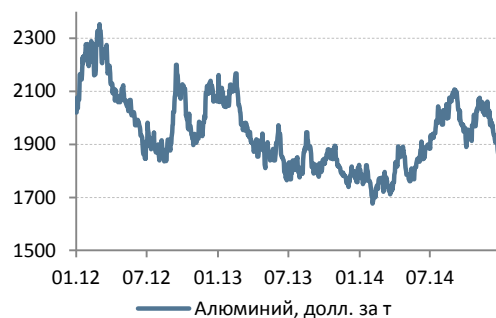
Золото. По нашей оценке, золото в ближайшие годы будет оставаться под давлением из-за опережающего роста добычи. Мы склоняемся к тому, что предложение золота будет увеличиваться со стороны золотодобытчиков, в то время как инвесторы продолжают сокращать свои позиции, продавая слитки и сертификаты ETF. Еще в 4 кв. 2013 г., несмотря на снижение котировок золота, произошло существенное ускорение темпов роста добычи — до рекордной величины в 803 т за квартал. Многие золотодобытчики были вынуждены наращивать выпуск для того, чтобы компенсировать снижение денежного потока на фоне падения цен. На протяжении 2011-2013 гг. золотодобывающие компании нарастили свои инвестиционные программы в 2-4 раза по отношению к докризисному уровню, что привело к значительному росту чистого долга. Со схожей проблемой ранее уже столкнулись компании в угольной промышленности, сталелитейной и цветной металлургии, вынужденные увеличивать продажи дешевающей продукции для обслуживания своего долга. Мы ожидаем, что золотодобывающие компании также и далее будут

Баланс рынка алюминия, тыс. т



Источники: данные CRU; оценка: Велес Капитал

Динамика цен на алюминий



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Цены на золото и реальные ставки



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



наращивать добычу золота для того, чтобы обслуживать кредиты. Значительные капиталовложения в месторождения золота, осуществленные в 2011-2013 г., будут вести к увеличению добычи на протяжении следующих пяти лет практически независимо от текущей цены на драгоценный металл. Против золота также играет долгосрочный тренд укрепления доллара и роста ставок – рост реальных ставок делает инвестиции в золото существенно менее привлекательными в сравнении с покупкой облигаций.

Российский фондовый рынок

Динамика российского рынка в 2015 г. будет определяться несколькими ключевыми факторами. Во-первых – случившейся девальвацией рубля. В 2014 г. большинство валют в мире заметно подешевели относительно доллара, но рубль оказался среди лидеров, отстав лишь от украинской гривны. Несмотря на все негативные последствия девальвации рубля в целом для экономики, целый ряд российских компаний-экспортеров окажется в заметном выигрыше благодаря снижению долларовых издержек. В выигрыше окажутся все металлургические компании, в первую очередь цветные металлурги, в большей степени ориентированные на экспорт. Среди них мы рекомендуем обратить внимание на **Русал** и **Норникель**. Заметно выиграют производители удобрений – цены на удобрения, в отличие от нефти, достигли дна еще в 2013 г. сразу после распада калийного картеля Уралкалия и Беларуськалия. Теперь же с учетом перспектив роста финансовых показателей благодаря снижению долларовых издержек компании сектора выглядят неоправданно дешевыми. В секторе удобрений мы рекомендуем покупать **ФосАгро** и **Акрон**. Уралкалий также может представлять интерес, но инвестиции в акции компании несут риски будущих списаний в связи с аварией на руднике Соликамск-2. Также мы рекомендуем обратить внимание на таких экспортеров как **Алроса** и **ВСМПО-АВИСМА**.

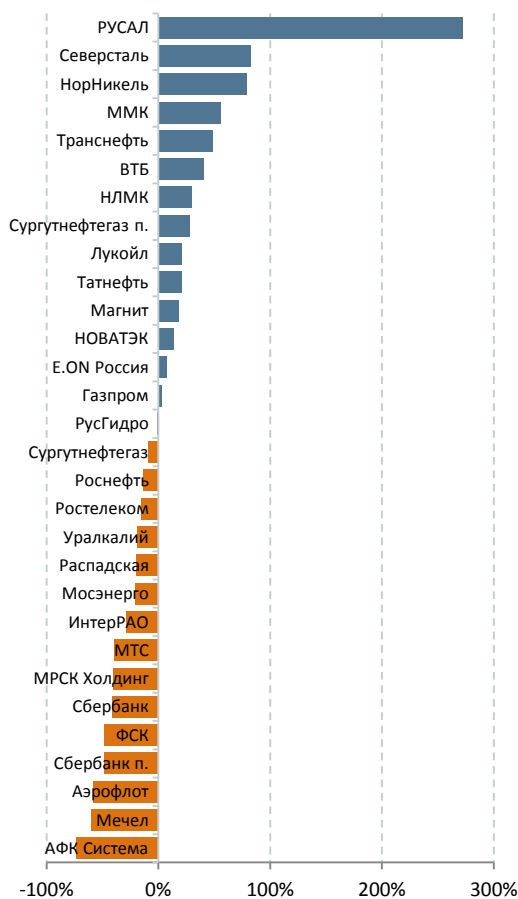
Мы ожидаем роста котировок нефти по результатам 2015 г. порядка 33% – до 80 долл. за баррель. В этих условиях целесообразной становится покупка акций нефтяных компаний. Наименее рискованным активом в секторе является **ЛУКОЙЛ**, руководство которого обещает продолжить наращивать размер дивидендов в долларовом выражении в ближайшие годы даже в случае низких цен на нефть. При этом компания прошла пик инвестиционного цикла и начала получать возмещение инвестиций в Западную Курну, что существенно поддержит ее денежные потоки и дает повод не сомневаться в способности компании наращивать дивиденды. Также в первой половине года благодаря высоким ожидаемым дивидендам интерес

Ослабление мировых валют к доллару, % за год



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Лидеры и аутсайдеры рынка акций



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



могут представлять префы **Сургутнефтегаза** – дивидендная доходность благодаря прибыли от переоценки валютных депозитов компании может превысить 20% к текущим котировкам. Среди прочих бумаг в секторе мы рекомендуем компании, не обремененные существенным долгом и выплачивающие высокие дивиденды. Так, следует обратить внимание на префы **Татнефти** и акции **Газпром нефти**.

- Неизбежное резкое замедление экономики в 2015 г. не оставляет повода для оптимизма относительно доходности бумаг, ориентированных на внутренний спрос, по крайней мере в первой половине года. Тем не менее, мы рекомендуем обратить внимание на акции **Сбербанка** – бумаги крупнейшего российского банка оказались одними из наиболее пострадавших в результате последних событий и выглядят крайне перепроданными. При этом некоторое укрепление рубля в результате восстановления нефтяных котировок, а также неизбежное снижение ставок относительно текущего кризисного уровня, окажут заметную поддержку акциям банка.

Сектор удобрений

- Конъюнктура рынка удобрений остается достаточно благоприятной и высока вероятность дальнейшего восстановления долларовых цен. В среднесрочной перспективе росту цен на удобрения будет способствовать увеличение себестоимости большинства мировых производителей в результате удорожания сырья. В последние месяцы существенно выросли цены на серу, цены на аммиак в США достигли пика и приближаются к уровню цен в Марокко. Это вынудило крупных производителей объявить о сокращении производства DAP. Сокращение производства DAP/MAP в США и Марокко наряду с ростом экспортного налога в Китае должно оказать поддержку ценам DAP. Низкий уровень спроса со стороны Индии в 1П 2014 г. привел к сокращению внутренних запасов, но к текущему моменту индийские покупатели вновь активизировались, реализуя отложенный спрос. Росту спроса на азотные удобрения способствует изменение структуры дотаций фермерам в Индии – дотации были перераспределены в пользу закупок азотных удобрений.
- Акрон.** Ослабление курса рубля окажет сильный положительный эффект на финансовые показатели компании уже в 4 кв. 2014 г. Ранее руководство заявляло, что ослабление курса на 1 руб. за доллар ведет к росту EBITDA компании на 25-30 млн долл. в годовом выражении. С учетом случившегося ослабления рубля, способствующего снижению издержек в долларовом выражении, 2015 г. обещает быть рекордным с точки зрения финансовых показателей. Мы ожидаем роста чистой прибыли в 2015 г. в долларовом выражении до

Рекомендации на 2015 г.:

Русал

Норникель

ФосАгро

Акрон

Алроса

ВСМПО-АВИСМА

ЛУКОЙЛ

Сургутнефтегаз (П)

Татнефть (П)

Газпром нефть

Сбербанк

Сбербанк (П)



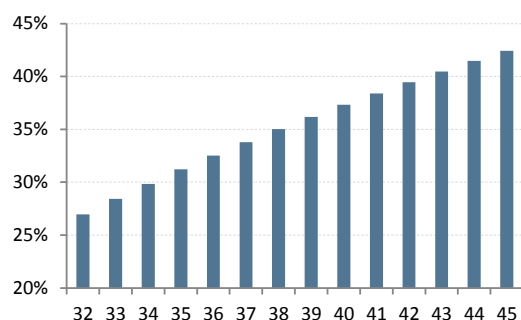
820 млн долл. Способствовать улучшению финансовых показателей в 2015 г. будет также продолжение роста объемов выпуска продукции. Компания завершает реализацию проекта «Аммиак-4», что позволит увеличить мощности по производству аммиака уже в 2015 г. на 50% с 1,5 млн т до 2,25 млн т. Также ожидается, что в 2015 г. первая очередь проекта «Олений Ручей» выйдет на мощность 1,1 млн т, что обеспечит прирост объемов производства апатитового концентрата более чем на 20% по сравнению с текущим годом. Все это позволит нарастить физический объем выпуска в 2015 г. на 8-10% по сравнению с 2014 г. Позитивная динамика финансовых показателей позволит Акрону существенно увеличить размер дивидендов, в особенности по итогам 2015 г. По итогам 2014 г. мы ожидаем выплаты дивидендов в размере 180 руб. на акцию, что предполагает доходность в 10% к текущим котировкам. Дивиденды по итогам 2015 г. могут вырасти до 365 руб. на акцию, что дает доходность в 20% к текущим котировкам.

■ **ФосАгро.** Мы полагаем, что на текущий момент выгоды, которые получит компания от ослабления национальной валюты, еще далеко не в полной мере отразились в котировках ФосАгро, поэтому ожидаем роста котировок в среднесрочной перспективе. В 2015 г. дешевый рубль позволит компании существенно улучшить финансовые показатели. Чистая прибыль вырастет по сравнению с 2013 г. почти в 3 раза и более чем в 2 раза в сравнении с ожидаемой нами прибылью за 2014 г. — до 721 млн. долл. Рост чистой прибыли позволит компании нарастить дивидендные выплаты. Руководство не ожидает пересмотра дивидендной политики компании, при этом обычно на дивиденды отправлялось порядка 50% прибыли. Драйвером роста котировок ФосАгро уже в феврале 2015 г. может стать включение акций компании в индексы MSCI — вес компании в индексе MSCI Russia может составить порядка 1%, что приведет к значительному притоку средств фондов в ее акции.

Электроэнергетика

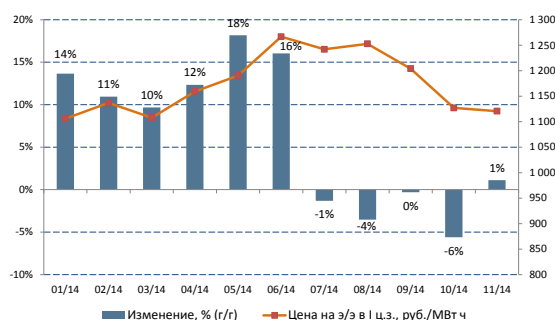
■ **Заморозка тарифов.** В 2015 г. компании сектора войдут во вторую фазу заморозки тарифов. Поскольку в текущем году индексация тарифов не проводилась, а ближайшая — произойдет только в июле 2015 г., то на период с июля 2014 г. по июль 2015 г. придется минимальный рост тарифов и цен на э/э на спотовом рынке (в большей степени зависящих от роста тарифов на газ (I ц.з.)). Однако стоит сделать одну оговорку: цены на э/э в Сибири (II ц.з.) в 2015 г., как и во 2П 2014 г. будут изменяться по отношению к уровню 2014 г. непропорционально в связи с [системными изменениями](#). При этом «ручное регулирование» тарифов продлится до 2018 г. включительно по инициативе правительства. Мы закладываем среднегодовой рост тарифов в 2015 г. в размере 3,5% г/г, при этом в базовом

Влияние курса рубля (руб. за долл.) на рентабельность по EBITDA ФосАгро



Источники: данные компании; оценка: Велес Капитал

Изменение цен на э/э на ОРЭМ в I ц.з.



Источники: данные компаний; оценка: Велес Капитал



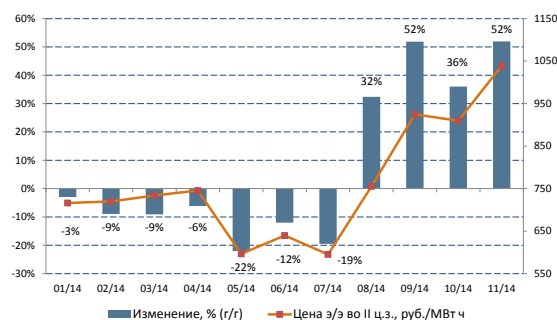
сценарии ожидаем роста цен на э/э на ОРЭМе в I ц.з. на 4,5% г/г, а во II ц.з. на 22,3%. В связи с ростом цен во II ц.з. нами были повышены прогнозы по финансовым результатам ОГК-2, Э.ОН Россия, РусГидро, Интер РАО. Между тем, нельзя не принимать во внимание и еще один фактор – увеличение загрузки энергоблоков АЭС. Уже в этом году в среднем время ремонта блоков АЭС сократилось на 21,4%, а объем выработки э/э увеличился более чем на 6%. **Мы считаем, что в 2015 г. рост доли АЭС в общем энергобалансе страны продолжится, поскольку именно на этот год запланирован значительный ввод новых энергоблоков.**

При этом мы не ожидаем, что заморозка тарифов окажет положительный эффект на уровень энергопотребления на фоне ухудшения ожиданий относительно промышленного роста. В базовом сценарии мы ожидаем снижения энергопотребления на 1%.

КОМ. Пересмотр цен мощности Конкурентного Отбора Мощности (КОМ) на 2015 г. зафиксировал большой избыток мощностей, а цены во всех зонах свободного перетока (ЗСП) в I ц.з. заметно снизились, в особенности на Урале (-24,3% г/г). При этом в ЗСП Сибири, в которой КОМ проводится без применения предельного размера, цена мощности увеличилась на 83,6%. **Это подвело многие электрогенерирующие компании к вопросу о необходимости вывода неэффективных энергоблоков.** По нашим оценкам, наибольшее негативное воздействие в абсолютном выражении данный пересмотр окажет на Интер РАО (-2,9 млрд руб.), Энел Россия (-1,7 млрд руб.) и ОГК-2 (-1,2 млрд руб.). При этом снижение цен на мощность в I ц.з. будет полностью нивелировано для Э.ОН Россия за счет роста цен на мощность Березовской ГРЭС (ЗСП Сибирь). Что касается РусГидро, то мы оцениваем положительный эффект от пересмотра цен на мощность в размере 0,9 млрд руб.

Э.ОН Россия. Э.ОН Россия введет третий энергоблок на Березовской ГРЭС в начале 2П 2015 г., завершив тем самым свой план по вводу мощностей в рамках ДПМ, эффект от которого в полной мере будет ощутим в 2016 г. Ранее компания подавала сигналы о готовности реализации проектов распределительной генерации (до 25 МВт), однако в середине декабря генеральный директор сообщил о подаче компанией заявки на строительство энергоактивов в Тамани, что может послужить сигналом о сохранении бизнеса немецкого холдинга в России. В рамках своей дивидендной политики Э.ОН Россия направляет акционерам 60% чистой прибыли, однако в середине декабря генеральный директор компании сообщил о том, что дивиденды компании по итогам 2014 г. могут превысить 60% от чистой прибыли. Согласно нашему прогнозу, компания вполне может позволить себе

Изменение цен на э/э на ОРЭМ в II ц.з.



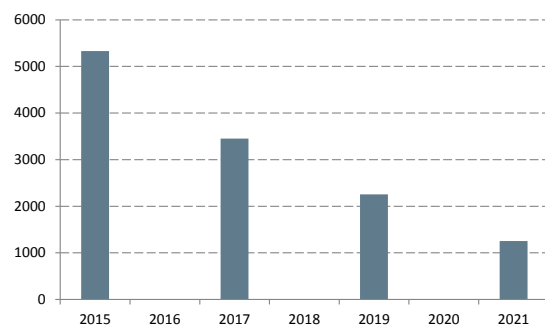
Источники: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Влияние роста цены на э/э во II ц.з.

	Δ Выручки, %		Δ EBITDA, %		Δ Чистой прибыли, %	
	2014П	2015П	2014П	2015П	2014П	2015П
ОГК-2	0,3%	0,4%	3,4%	2,1%	8,5%	2,9%
Э.ОН Россия	1,3%	1,6%	3,3%	4,2%	4,6%	5,8%
РусГидро	0,9%	1,6%	3,8%	6,2%	5,5%	8,1%
Интер РАО	0,2%	0,2%	2,6%	3,0%	5,4%	7,0%

Источники: данные компании; оценка: Велес Капитал

График ввода атомных энергоблоков



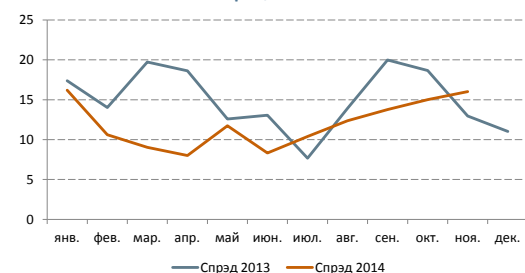
Источники: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Влияние изменения цен при КОМ на финансовые показатели компаний

	Δ Выручки, %	Δ EBITDA, %	Δ Чистой прибыли, %
	2015П	2015П	2015П
ОГК-2	-0,9%	-4,6%	-6,3%
Э.ОН Россия	0,0%	0,0%	0,0%
РусГидро	0,2%	0,2%	1,2%
Интер РАО	-0,4%	-7,0%	-16,2%
Энел Россия	-2,1%	-9,8%	-19,6%
ТГК-1	-1,5%	-2,2%	-4,8%

Источники: данные компаний; оценка: Велес Капитал

Спрэд цен на э/э в Финляндии и России, евро/МВт ч



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



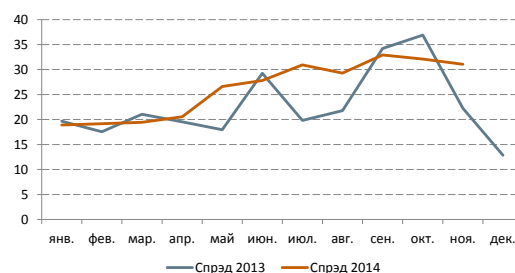
направить на дивиденды и 100% чистой прибыли. Поэтому доходность дивидендов мы оцениваем в диапазоне 6,8-11,4%, что вновь может стать катализатором для роста котировок Э.ОН Россия.

■ **Энел Россия.** Результаты КОМ для компании оказались одними из худшими в отрасли. По ЗСП Центр, в который входит Конаковская ГРЭС, цена КОМ снизится на 12,33%. Цена КОМ для Рефтинской и Среднеуральской ГРЭС (ЗСП Урал) в 2015 г. упадет на 24,3%. При этом на две последние станции приходится 52% всей мощности компании (без учета ДПМ-блоков). Снижение цены на мощность будет стоить компании 1,55 млрд руб. по выручки. Несмотря на столь плачевные для компании результаты КОМ, мы ожидаем доходность дивидендов не ниже 10%, что может сделать их самыми привлекательными в отрасли.

■ **РусГидро.** В связи с неблагоприятными климатическими условиями (низкий уровень водности рек) котировки компании оказались под давлением в конце 2014 г., при этом мы ожидаем, что подобная тенденция сохранится и в начале 2015 г. Одним из наиболее значимых событий в 2015 г. станет проведение допэмиссии в пользу Роснефтегаза. Она была запланирована на 1П 2015 г., однако мы не исключаем ее переноса на более поздние сроки. Напомним, что в рамках данной допэмиссии Роснефтегазу будут проданы и казначейские акции, собранные РусГидро на своем балансе. По нашему мнению, чем выше будут оценены казначейские акции в рамках данной сделки, тем безболезненнее она будет воспринята миноритариями компании (см. отраслевой обзор [РусГидро – обновление прогноза](#)). Необходимо отметить и тот факт, что в 2015 г. компания улучшит свои финансовые показатели за счет либерализации ГЭС в Сибири. Компания ожидает в 2015 г. дополнительную EBITDA в 2-2,5 млрд руб. от либерализации, что превышает как ее изначальный прогноз в 1,5 млрд руб., так и наши ожидания в 1,7-1,8 млрд руб.

■ **ТГК-1.** Как мы и ожидали, ТГК-1 покажет одни из худших операционных результатов в отрасли на фоне снижения внутреннего потребления э/э, а также падения уровня экспорта э/э в скандинавские страны. При этом мы ожидаем, что экспорт в последние два месяца превзойдет показатели 2013 г. на фоне снижения курса рубля по отношению к евро (см. график спрэдов э/э в Финляндию и Литву – крупнейшие импортеры российской э/э). Однако ключевым событием для компании в 2015 г. станет выход из активов компании одного из ее акционеров – финского Fortum. Он создает совместное СП с Росатомом, при этом компания вносит в СП все ГЭС, принадлежащие ТГК-1. На долю ГЭС приходится 34,7% всей установленной мощности. Мощности ГЭС являются наиболее маржинальными активами ТГК-1 даже с учетом того, что большинство мощностей компании не прошло КОМ 2015. Поэтому даже при условии падения генерации совокупная

Спрэд цен на э/э в Литве и России, евро/МВт ч



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



маржинальность ТГК-1 при отделении всех гидрогенерирующих активов в значительной степени снизится по сравнению с показателями совокупной генерации. Одним из факторов, подтолкнувшим ГЭХ к реструктуризации ТГК-1 могло стать зашедшее в тупик совместное управление, которое проявилось сначала при продаже Ондской ГЭС, а затем и при неосуществившейся продаже теплосетей Санкт-Петербурга. Мы считаем, что рынок может негативно воспринимать последующие новости относительно данной сделки.

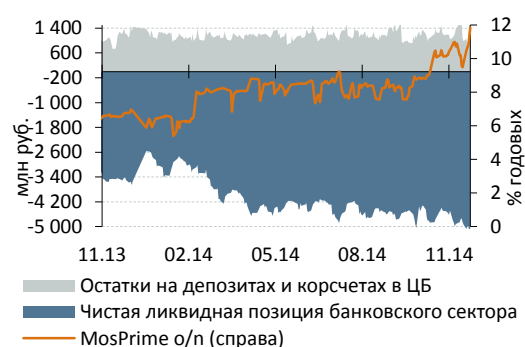
Денежный рынок

Минувший год на денежном рынке выдался весьма неоднозначным, а декабрь обошел по уровню ставок кризис 2008-2009 гг. Хотя на протяжении всего года Банк России сам повышал стоимость ликвидности на денежном рынке (как повышая ключевую ставку, так и отзывая лицензии у участников рынка), колебания ставок в пиковые периоды спроса на ликвидность были сведены к минимуму по сравнению с предыдущими годами. Банк России и Федеральное казначейство исправно снабжали кредитные организации ликвидностью, позволяя почти на каждом аукционе рефинансировать имеющуюся задолженность. Важную роль сыграли и кредиты Банка России под залог нерыночных активов (312-П), позволив на время забыть о проблеме нехватки рыночного обеспечения, используемого в операциях аукционного РЕПО.

Однако декабрьский обвал рубля не только привел к рекордному повышению ставок, но и посеял панику среди клиентов и вкладчиков банков. В результате в конце года банки вынуждены на время забыть о процентной марже и пытаться запредельными ставками (выше 20% по средне- и долгосрочным депозитам) останавливать отток клиентских средств.

После исторических пиков доллара и евро на российском рынке в декабре рубль начал также стремительно возвращать позиции, даже без оглядки на нефтяные котировки. Впрочем, мы полагаем, что к концу декабря рубль уже отыграл все, что мог. Если в начале 2015 года отечественная валюта еще сможет укрепиться, то уже несущественно, так как **при ценах на нефть, едва превышающих отметку в 60 долл. за марку Brent, ослабление доллара ниже 54 руб. и евро ниже 66 руб. представляется уже чрезмерным.** В свою очередь, давление на рубль в связи с выплатами по внешнему долгу в первом квартале 2015 года будет компенсироваться высокими рублевыми ставками и дефицитом рублевой ликвидности на рынке. Таким образом, **при условии не снижения цен на нефть от текущих уровней (выше 60 долл. за баррель) ситуация на валютном рынке в первом квартале 2015 г. окончательно стабилизируется и курс бивалютной корзины консолидируется в районе 60 руб.,**

Ликвидность



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



то есть на уровне, предшествовавшем декабрьской девальвации. По итогам 2015 года мы прогнозируем рост цен на нефть в силу фундаментальных факторов спроса и предложения, в результате чего ожидаем увидеть пару доллар/рубль на уровне 51,0-51,5 руб.

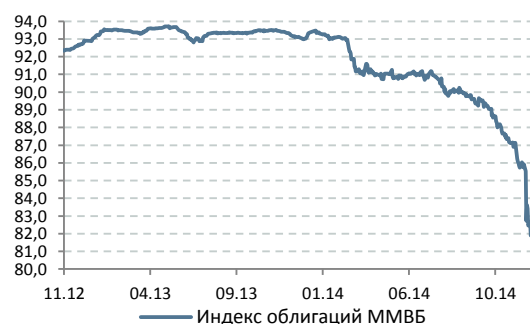
С учетом крупных погашений по внешнему валютному долгу в первом квартале мы ожидаем, что ЦБ как минимум в течение этого периода сохранит ключевую процентную ставку на уровне 17% годовых. При этом мы полагаем, что большинству крупных банковских игроков к началу 2015 г. уже удастся полностью восстановить декабрьский отток средств за счет крайне привлекательных процентных ставок по депозитам, и в первом квартале Банк России начнет тщательно отслеживать щедрые предложения банков с целью контроля процентных рисков. В результате, ставки крупнейших игроков, вероятно, уже не будут превышать уровень ключевой ставки в 17% годовых. Важно отметить, что по большинству предложений для клиентов повышенные ставки в настоящее время действуют либо на короткие сроки (1-6 месяцев), либо на средне-/долгосрочные периоды (1-3 года), но без возможности пополнения депозитов для клиентов. Такая ситуация во многом отличается от кризиса 2008-2009 гг., когда максимальная процентная ставка по долгосрочным депозитам сопровождалась условием пополнения вкладов, существенно увеличивая процентные риски банков на «длинную» перспективу.

Мы полагаем, что Банк России пойдет на первое снижение ключевой ставки (на 1,5-2,0 п.п.) во втором квартале 2015 г. — сразу после того, как рынок «переживет» крупные выплаты по внешнему долгу, пик инфляции пройдет, а банки восстановят доверие к сектору. К середине года, когда сформируется устойчивая тенденция снижения инфляции после пиковых значений первого квартала, мы ожидаем еще одно снижение ключевой ставки, значение которой, впрочем, с высокой вероятностью сохранится на двузначной отметке вплоть до конца 2015 г.

Долговой рынок

Уходящий год преподнес серьезные испытания долговому рынку. Череда событий вокруг Украины, наложение экономических санкций на Россию, падение цен на нефть сильно ниже 100 долл. за баррель опустили рубль до уровня в 50 руб. за доллар. В попытках охладить спекулятивное движение Центробанк за год 6 раз повышал ключевую ставку, которая на конец года составила 17% годовых. Эти события отразились и на долговом рынке. За год доходность ОФЗ взлетела с диапазона в 6,5-8% годовых до почти 20% годовых в конце 2014 г. Кроме того, наиболее сильный рост произошел в востребованном корпоративными заемщиками сегменте до 3-х лет, что сделало долговой рынок еще менее привлекательным. На

Индекс ММВБ облигации



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



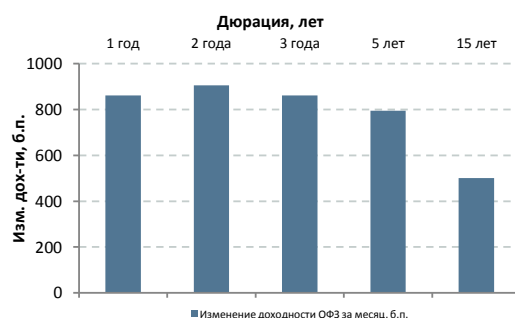
фоне столь резкого роста стоимости заимствования на внутреннем рынке объем корпоративных размещений упал за 11 месяцев 2014 г. на 45% до 840 млрд руб. и впервые за долгое время объем рынка начал сокращаться.

- **ЦБ решил начать кредитование реального сектора через операции РЕПО с облигациями.** Интересным нововведением 2014 г. стало решение ЦБ запустить механизм предоставления займов крупным компаниям через операции РЕПО. Первой ласточкой стала Роснефть, занявшая в конце года сразу 625 млрд руб. Все выпуски компании были сразу же включены в ломбардный список, хотя обычно на это уходит до нескольких месяцев, и уже через пару дней банкам, выкупившим эти займы, была предоставлена возможность полностью заложить бумаги в ЦБ. Таким образом, кредитование Роснефти не привело к сужению ликвидности в банковской системе. Наоборот, банки, участвовавшие в операции, получили высококачественный актив, под который можно привлекать ликвидность у ЦБ, в том числе долларовую. Влияния на рубль данная операция также не должна оказать. По данным СМИ, ЦБ также ранее согласовал с Роснефтью запрет на конвертацию полученной суммы в валюту. Для долгового рынка данная операция также носит нейтральный характер. Ставка купона по займам Роснефти составила 11,9%, хотя на момент размещения доходность ОФЗ составляла около 10-13% годовых. Поэтому для участников торгов данные займы не представляют интереса и могут быть реализованы на рынке лишь после стабилизации ситуации с нефтью, рублем и снижения ставки ЦБ.

В перспективе следующего года ЦБ планирует расширить список компаний, которым предоставляются займы по такой схеме. В СМИ обсуждаются возможные размещения Газпрома и Норникеля. По сути, регулятор планирует начать предоставление направленного финансирования ключевым компаниям, которые за счет эффекта масштаба своего бизнеса могут оказать благоприятное влияние на экономику в целом. Для долгового рынка, правда, эти операции пока будут приводить к номинальному росту рынка, но на объеме торгов сказываться не будут. Банковский же сектор получит инструмент привлечения ликвидности от ЦБ.

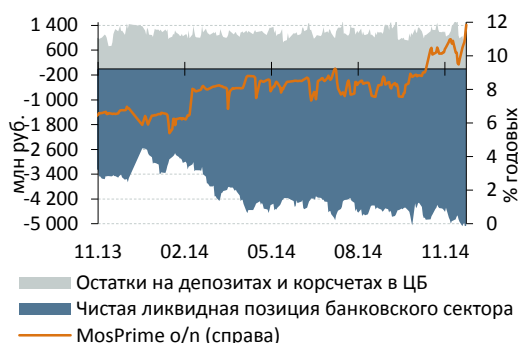
- Рыночных размещений в 2015 г. будет крайне мало. Размер ставок находится на столь высоком уровне, что компаниям крайне невыгодно занимать. Основными эмитентами останутся банки, поскольку именно на них приходится более трети объема погашаемых в 2015 г. займов и им придется рефинансировать хотя бы часть этих средств. Однако при двухзначной доходности по ОФЗ, очевидно, банки будут перезанимать на рынке только в самом крайнем случае. Некоторого оживления можно ожидать не ранее середины года, поскольку к этому моменту прояснится ситуация с нефтью и есть надежды на снижение ставки ЦБ.

Изменение доходности ОФЗ за месяц



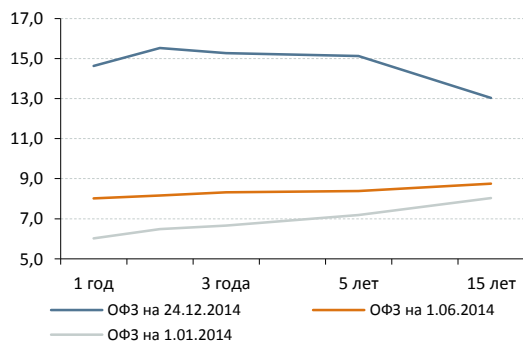
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



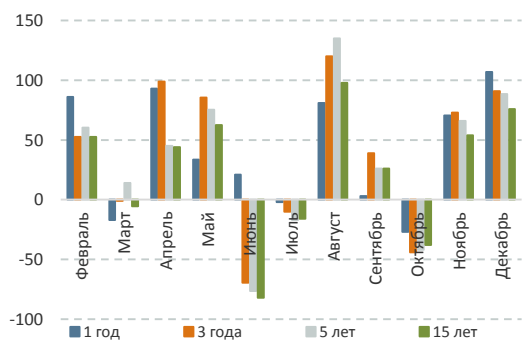
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение кривой ОФЗ за последний год



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ по месяцам



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

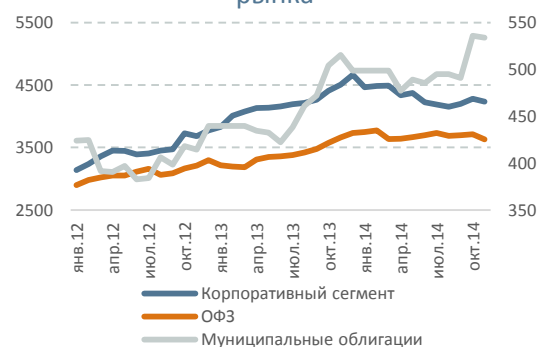


Несмотря на непростое для страны экономическое положение, мы не ожидаем шквала корпоративных дефолтов в 2015 г. К дефолту в текущей ситуации, на наш взгляд, могут привести два события: закрытие западных рынков капитала для российских эмитентов и ухудшение финансового состояния компаний ввиду неблагоприятных экономических условий. В первом случае в зону риска попадают госкомпании, которые ввиду своего статуса могут быть спасены государством. Частный бизнес по-прежнему имеет возможность занимать денежные средства напрямую у банков, зачастую западных. **Таким образом, мы полагаем, что риск дефолта российских эмитентов из-за закрытия западных рынков капитала ограничен.** Несколько другая картина складывается для компаний, столкнувшихся со сложным экономическим положением. Учитывая удорожание заемных средств, их способности по рефинансированию долга будут в следующем году ограничены. При этом на долговом рынке таких заемщиков на текущий момент не так много, поскольку после кризиса 2008-2009 г. рынок так и не восстановил свой аппетит к риску. В рублевом сегменте, по нашей оценке, лишь у 10-15 эмитентов могут возникнуть трудности с прохождением оферты или погашением займа. От общего объема погашаемых займов доля проблемных составит не более 5%. В сегменте валютного долга доля займов, по которым могут возникнуть проблемы с погашением, также не превышает 5%. К тому же эмитенты активно пользуются ситуацией и выкупают с рынка свои подешевевшие займы, по которым наступает оферта или погашение в 2015 г., тем самым снижая риск неисполнения обязательств. **В результате мы ожидаем, что корпоративные дефолты в следующем году не будут носить лавинообразный характер.**

В начале года вероятен рост интереса инвесторов к долговому рынку. Резкий рост ставок в конце года сделал долговой рынок привлекательным для инвестирования, причем как спекулятивного до нормализации ставок, так и долгосрочного. На текущий момент существует два сдерживающих фактора – недостаток ликвидности у многих крупных игроков и нежелание инвесторов фиксировать убытки по упавшим в цене займам. Как следствие многие займы в конце года по-прежнему торгуются по непривлекательным ценам. Тем не менее текущие ставки могут привести к притоку средств. В качестве стратегии на 1П 2015 г. рекомендуем сосредоточиться на длинных ОФЗ и займах высококачественных заемщиков (например, ВЭБ, РЖД, ФСК). Они первыми отреагируют на восстановление рынка и быстрее восстановятся в цене.

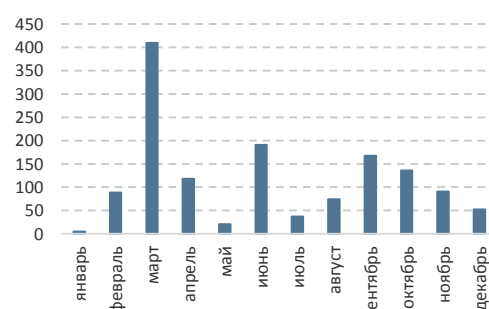
Анна Соболева, Василий Танурков
Александр Костюков, Юрий Кравченко,
Иван Манаенко
bonds@veles-capital.ru

Изменение объемов сегментов долгового рынка



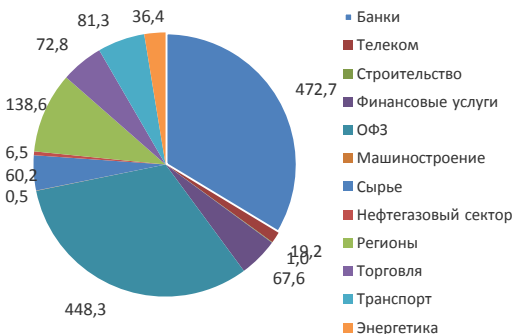
Источники: данные бирж; оценка: Veles Capital

Погашение рублевых облигаций в 2015 г., млрд руб.



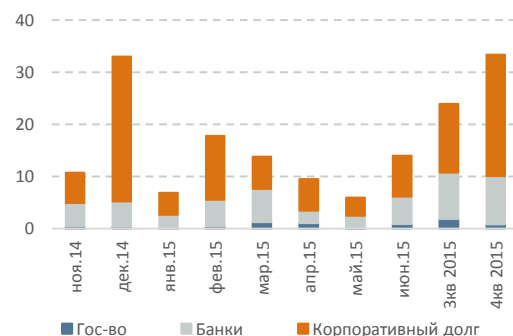
Источники: данные бирж; оценка: Veles Capital

Разбивка погашений 2015 г. по сегментам



Источники: данные бирж; оценка: Veles Capital

График погашения внешнего долга



Источники: ЦБ; оценка: Veles Capital



Наши обзоры за 2014 г.

27.01.2014	<u>Северсталь. Операционные результаты за 4К13. Нет поводов для оптимизма</u>
29.01.2014	<u>НЛМК: рост рентабельность после продажи NVH</u>
30.01.2014	<u>РусГидро: Благоприятные условия - 30 января 2014 г.</u>
30.01.2014	<u>Совкомбанк. Привлекательная премия и крепкий кредитный профиль против конъюнктуры рынка</u>
31.01.2014	<u>Акрон. Разворот трендов</u>
03.02.2014	<u>Металлинвестбанк — сильная основа, широкий профиль</u>
05.02.2014	<u>Макроэкономическая конъюнктура: «Это еще ничего, что в Европе за наш рубль дают один полтинник, будет хуже, если за наш рубль станут давать в морду...». М.Е. Салтыков-Щедрин</u>
05.02.2014	<u>Э.ОН Россия: Последствия регулирования - 5 февраля 2014 г.</u>
07.02.2014	<u>Бинбанк. Новый выпуск по заманчивой цене</u>
10.02.2014	<u>Роснефть. «...хребет российской экономики, и этот хребет мы будем беречь как зеницу ока». — В.С. Черномырдин</u>
12.02.2014	<u>ММК: производственные результаты за 4К13</u>
19.02.2014	<u>Интер РАО: Опять без дивидендов - 19 февраля 2014 г.</u>
20.02.2014	<u>НОМОС-БАНК. Новый биржевой выпуск эмитента</u>
24.02.2014	<u>Русал: результаты и ожидания, — 24 февраля 2014 г.</u>
24.02.2014	<u>ЛУКОЙЛ. Дредноут лёг на новый галс</u>
27.02.2014	<u>Интер РАО: Прогноз результатов - 27 февраля 2014 г.</u>
27.02.2014	<u>НОВАТЭК. Новый источник роста</u>
04.03.2014	<u>Электроэнергетика. Обзор отрасли: Торговые идеи - 4 марта 2014 г.</u>
06.03.2014	<u>КАМАЗ: Спасение в государственной поддержке</u>
07.03.2014	<u>Макроэкономическая конъюнктура: «Они падают, и это хорошо...» Уоррен Баффет</u>
12.03.2014	<u>Э.ОН Россия: Прогнозы результатов - 12 марта 2014 г</u>
27.03.2014	<u>Мы обновили наш прогноз финансовых показателей Интер РАО с учетом полученных финансовых и операционных результатов по итогам 2013</u>
27.03.2014	<u>Polyus Gold: Понижение прогнозов</u>
27.03.2014	<u>Рынок удобрений. 復 - Возвращение</u>
28.03.2014	<u>Э.ОН Россия: Рекордные дивиденды - 28 марта 2014 г.</u>
31.03.2014	<u>НЛМК. Результаты за 2013 г. в рамках ожиданий</u>
04.04.2014	<u>Татнефть. Итоги 2013 года</u>
07.04.2014	<u>Макроэкономическая конъюнктура: Нельзя собрать урожай зимой, но — «Summer is Coming»</u>
09.04.2014	<u>Татфондбанк — в лидерах регионального рынка</u>
16.04.2014	<u>Уралкалий. Метод вытеснения</u>
17.04.2014	<u>Акрон. Украинский фактор.</u>
17.04.2014	<u>ОГК-2: Отложенные перспективы роста - 17 апреля 2014 г.</u>
21.04.2014	<u>Русал: новые прогнозы</u>
25.04.2014	<u>Рынок золота: риск новых распродаж</u>
28.04.2014	<u>Магнит — «Захват территории»!</u>
29.04.2014	<u>Энел ОГК-5: Снижение потребления - 29 Апреля 2014</u>
08.05.2014	<u>Макроэкономическая конъюнктура: Украинский дисконт</u>
15.05.2014	<u>КЭС Холдинг: Консолидация активов - 15 Мая 2014 г.</u>
20.05.2014	<u>КЭС Холдинг: Коэффициенты конвертации - 20 Мая 2014 г.</u>
21.05.2014	<u>КБ "Центр-Инвест". Привлекательная цена за короткий выпуск и крепкий кредитный профиль.</u>
22.05.2014	<u>Газпром нефть. Недооцененные дивиденды.</u>



26.05.2014	<u>ФосАгро. В ожидании китайского фактора.</u>
03.06.2014	<u>ЛУКОЙЛ. Инвестируйте вместе с инсайдерами.</u>
06.06.2014	<u>Башнефть. Кэш-машина Системы.</u>
10.06.2014	<u>Макроэкономическая конъюнктура: «Фондовый рынок устроен так, чтобы перераспределять деньги от активных к терпеливым» – У.Баффет</u>
10.06.2014	<u>Черная металлургия: влияние украинского кризиса</u>
18.06.2014	<u>Кредит Европа Банк. Новый выпуск с интересной доходностью.</u>
19.06.2014	<u>Татнефть. Доллар и гидрокрекинг.</u>
02.07.2014	<u>Никель: перспективы взлета цен</u>
07.07.2014	<u>ОГК-2: Обновление прогноза - 7 июля 2014 г.</u>
08.07.2014	<u>Ежемесячный обзор Макроэкономическая конъюнктура: Время упустишь - урожай потеряешь</u>
09.07.2014	<u>Промсвязьбанк. S&P уравнило банку рейтинг с рейтингами других агентств.</u>
11.07.2014	<u>МДМ Банк. На ступень ниже</u>
17.07.2014	<u>Роснефть и НОВАТЭК. Безвредные санкции</u>
17.07.2014	<u>Норильский никель: дивидендная бумага</u>
17.07.2014	<u>Нефть. Ведущая роль – за геополитикой</u>
22.07.2014	<u>Магнит. Прогноз финансовых результатов по итогам 1П14.</u>
25.07.2014	<u>РусГидро. Переоценка модели.</u>
29.07.2014	<u>Роснефть. И это пройдет...</u>
31.07.2014	<u>Энел ОГК-5: Обновление прогнозов - 31 Июля 2014 г.</u>
01.08.2014	<u>НОВАТЭК. Фазовый переход</u>
06.08.2014	<u>Исключение из индексов. «Радиация убивает только тех, кто ее боится» – Гомер Симпсон</u>
08.08.2014	<u>Макроэкономическая конъюнктура. Жизнь под санкциями</u>
08.08.2014	<u>НЛМК. Результаты за 1П14 г. в рамках ожиданий</u>
13.08.2014	<u>Акрон. Прогноз финансовых результатов за 2 кв. 2014 г.</u>
14.08.2014	<u>КАМАЗ: Сжатие рынка</u>
15.08.2014	<u>Эмбарго на продовольствие не окажет существенного влияния на деятельность Магнита.</u>
21.08.2014	<u>Sollers: Фокус на совместных предприятиях</u>
28.08.2014	<u>Polyus Gold: Фокус на стабильности</u>
29.08.2014	<u>РусГидро: Прогноз результатов за 1П 2014 г. - 29 Августа 2014 г.</u>
29.08.2014	<u>Интер РАО: Повышение маржинальности бизнеса - 29 Августа 2014 г.</u>
05.09.2014	<u>Макроэкономическая конъюнктура. Плохой мир лучше доброй войны</u>
05.09.2014	<u>РусГидро: Обновление прогноза - 4 Сентября 2014 г.</u>
16.09.2014	<u>Газпром. Украинский капкан.</u>
19.09.2014	<u>ТГК-1: Невыгодная конъюнктура - 19 Сентября 2014 г.</u>
24.09.2014	<u>Exillon Energy. Рост с бонусом возможного выкупа.</u>
30.09.2014	<u>Ашинский метзавод: Трубики вдохновляют</u>
01.10.2014	<u>Электроэнергетика: Отраслевые изменения</u>
02.10.2014	<u>Стоит ли Мечел 4 млрд долл.?</u>
06.10.2014	<u>Макроэкономическая конъюнктура. «Земля близко...»</u>
14.10.2014	<u>Черная металлургия: ожидание роста прибылей</u>
15.10.2014	<u>Газпром. Результаты 1П 2014 г.</u>
16.10.2014	<u>НОВАТЭК. На низком старте</u>
20.10.2014	<u>РусГидро: Непредвиденные обстоятельства - 20 октября 2014 г.</u>
28.10.2014	<u>НОВАТЭК. Прогноз финансовых результатов за 3 кв. 2014 г.</u>
28.10.2014	<u>Северсталь: Операционные результаты за 3К14</u>
31.10.2014	<u>Э.ОН Россия: Обновление прогноза - 31 октября 2014 г.</u>
31.10.2014	<u>Мосэнерго: Предпосылки роста - 31 октября 2014 г.</u>



- 31.10.2014 [Роснефть. Бумажный убыток, реальный доход](#)
- 31.10.2014 [НОВАТЭК. Результаты 3 кв. 2014 г.](#)
- 10.11.2014 [Макроэкономическая конъюнктура. Худшее, конечно, позади... ?](#)
- 13.11.2014 [Э.ОН Россия: Оптимизация расходов - 13 ноября 2014 г.](#)
- 24.11.2014 [Энел Россия: Риск и неопределенность - 24 ноября 2014 г.](#)
- 24.11.2014 [Алюминий: тенденции и прогнозы](#)
- 24.11.2014 [Электроэнергетика: Без позитива - 24 ноября 2014 г.](#)
- 26.11.2014 [ФосАгро. О пользе дешевого рубля.](#)
- 01.12.2014 [ЛУКОЙЛ. Иракский урожай.](#)
- 10.12.2014 [Акрон. Рост по всем статьям.](#)
- 10.12.2014 [Финпромбанк. Банк попытает счастья с биржевым выпуском.](#)
- 17.12.2014 [РусГидро. Прогноз результатов за 3 кв. 2014 г.](#)



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2014 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Департамент активных операций

Евгений Шиленков
Директор департамента
EShilencov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Заместитель начальника управления
департамента активных операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке
акций
RNazarov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский
Сейлз-трейдер
AMoskovsky@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Сейлз-трейдер
MKantolinsky@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, Потребительский сектор
AKostikov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251
www.veles-capital.ua