

Дрейф под парусами:
попутный ветер стихает

СТРАТЕГИЯ 2014



Мировые рынки провели еще один трудный год. Несмотря на сохранение дисбалансов в ключевых экономиках и слабый рост развивающихся стран, инвесторы в целом сохранили позитивный взгляд на рискованные активы. Глобальный фокус был рассеян, а не сконцентрирован на каком-либо проблемном регионе, как в 2012 г., при этом в конце года рынки сохранили надежду на лучшее, получив ряд убедительных сигналов от экономики и действий властей. В США ключевой темой 2014 г. станет экономическая активность, которой предстоит движение в условиях сокращающейся поддержки от денежной эмиссии. В Европе, устранившей в 2013 г. практически все политические неурядицы, внимание будет приковано к соблюдению налогово-бюджетной дисциплины проблемных стран, которым предстоит разработать новые опоры для долгосрочного роста. Крупнейшие экономики еврозоны должны продолжить восстановление позиций благодаря сохранению внутреннего потребительского потенциала и оживления во внешней торговле. «Темной лошадкой» для рынков остается Китай, который в следующем году должен предпринять более решительные меры для трансформации экономической модели. Следуя успешному опыту азиатских «тигров», страна попытается гораздо более быстрыми темпами лишиться экономику полной зависимости от промышленного производства и внешней торговли. От успехов этого процесса будут зависеть долгосрочные перспективы развития страны. В отношении российской экономики прогнозы остаются удручающими. Надежных факторов для оживления темпов роста ВВП в 2014 г. не прослеживается, а временные точки опоры выглядят хрупкими. Мы ожидаем, что основой роста останутся потребительские расходы и предупреждаем, что этот путь к достижению даже скромных темпов роста ВВП выглядит опасным в долгосрочной перспективе из-за снижения и без того низкой конкурентоспособности российской экономики.

Экономика США с. 3

Устойчивый рост без поддержки ФРС

Экономика Еврозоны с. 7

Доверие инвесторов к периферии восстановилось

Экономика Китая с. 11

«Перестройка» грозит обнажением структурных проблем

Экономика Россия с. 13

Выхода экономики из депрессии не просматривается

Долговой рынок с. 17

Ставка на наклон кривой UST, розничные банки и процентную политику ЦБ РФ

Кредитные перспективы с.22

Металлургия, потребительский сектор, банки, телекоммуникации, транспорт, нефть и газ, инфраструктура и монополии

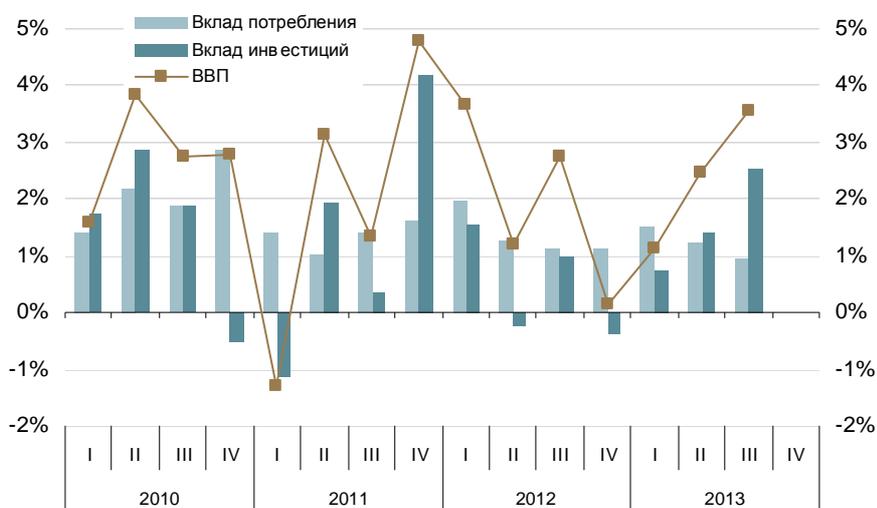
Экономика США: устойчивый рост без поддержки ФРС

События в экономике по другую сторону Атлантики в целом развивались в позитивном ключе. Во-первых, законодательные власти США сумели преодолеть наиболее острые стадии политического клинча. Во-вторых, отдельные показатели экономики окрепли настолько, что позволили ФРС всерьез рассуждать о стратегиях сворачивания стимулирующих программ, а позднее – преподнести рынкам рождественский сюрприз, начав tapering на последнем заседании года. Основной вопрос будущего года заключается в том, достаточно ли окрепла экономика США для функционирования в условиях растущих долгосрочных ставок, и какой стратегии изъятия стимулов будет следовать новая глава ФРС.

Итоги 2013г.

- Средние темпы роста ВВП США в течение первых 3 кварталов 2013г. составили порядка 2.4%, что несколько лучше средних значений за весь 2012г. (1.7%), при этом в течение последних 2 кварталов экономика уверенно преодолевает планку роста в 2.5%. Довольно позитивные сдвиги заметны и в структуре роста. Так, в качестве основных драйверов роста экономики выступают наиболее надежные компоненты потребительских расходов и инвестиций, которые, в свою очередь, растут за счет жилищного строительства и увеличения запасов. Эти факторы роста помогли нивелировать основное опасение 2013 года – сокращение госрасходов, дающее негативный вклад в общий рост на протяжении последнего года.

ВВП, инвестиции и потребление в США, 2010-2013гг.



Источник: Bureau of Economic Analysis (http://bea.gov/iTable/index_nipa.cfm)

- Рынок жилья, подстегнутый очередным раундом QE, находился в числе основных драйверов роста. Интервенции ФРС снизили ставки на рынке ипотечных бумаг и позволили банкам дешево рефинансировать ипотечные портфели. Стоимость ипотеки заметно снизилась, а спрос на кредиты увеличился как в сегменте прямых приобретений жилья, так и рефинансирования существующих ссуд.
- Влияние этого процесса на экономику происходило по двум направлениям. Во-первых, это общее оживление на рынке жилья, заметное как в ценовых индексах рынка, так и в показателях строительства новых домов. В результате, прямой вклад рынка жилья в общий показатель роста ВВП в среднем за год составляет приблизительно +0.4 пп. Во-вторых, снижение

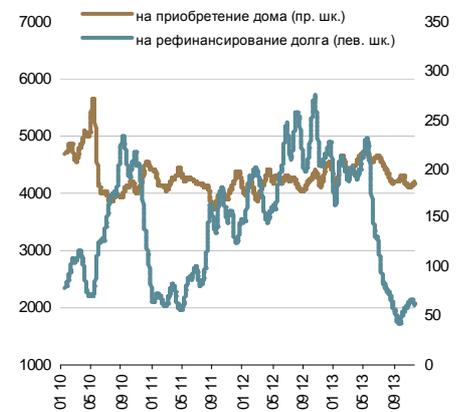
ипотечных ставок позволяет заемщикам снизить абсолютный размер расходов на обслуживание ссуд и увеличить потребление. Этот процесс довольно наглядно показывает статистика обращений за рефинансированием займов. Косвенный результат этого процесса – уменьшение нормы сбережений до средних значений 2002-2004гг.

Рыночные ипотечные ставки и средняя ставка по текущим портфелям, 2010-2013гг.



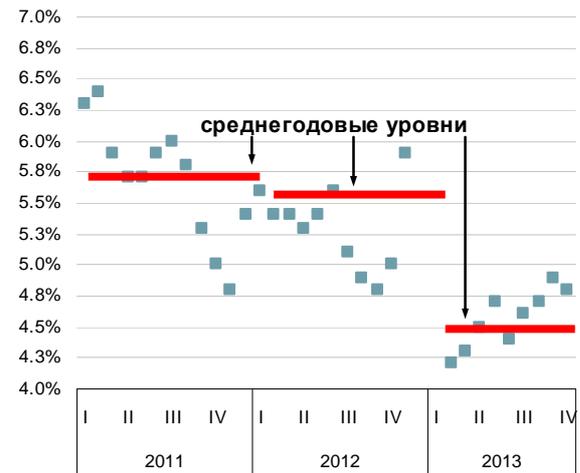
Источник: Bloomberg

Обращение за ипотечными кредитами тыс. шт.



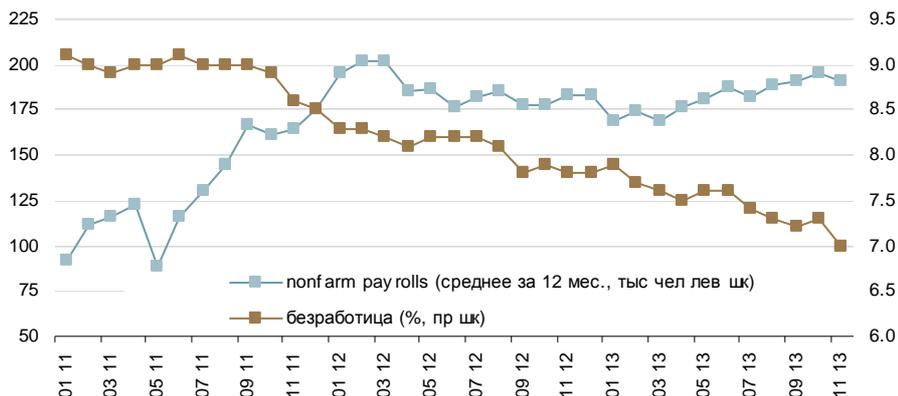
- Динамика доходов населения в течение года выглядела слабее других индикаторов в основном за счет негативного изменения зарплат в госсекторе. Рост потребления, таким образом, в основном был обеспечен за счет снижения нормы сбережений, а долговая нагрузка домохозяйств завершила этап быстрого снижения и в целом осталась на уровне 2012г.
- Потребительские расходы в США в реальном выражении замедлили рост со среднегодовых 2.2% в 2012г. до текущих 1.9%. Но даже такие показатели роста выглядят неплохо, учитывая, что потребление снизилось из-за роста налоговой нагрузки на домохозяйства. На фоне слабой динамики доходов населения поддержку потреблению оказывает снижение ипотечных ставок, а также замедление инфляции. Позитивно выглядит оживление на рынке труда, улучшение индексов потребительского доверия, особенно в части компонентов трудовых условий и ожиданий.
- Рынок труда также находится в течение года в неплохой форме. Количество рабочих мест, созданных вне с/х сектора, в среднем за последние 4 месяца устойчиво превышает уровень 200 тыс. чел., а рост рабочих мест в частных компаниях компенсирует замедление найма в госсекторе. Это снизило показатель безработицы за год более чем на 0.5 пп до отметки 7.3%. Менее заметные, но также позитивные изменения показывают и второстепенные показатели рынка труда, такие как снижение показателя длительной безработицы, рост среднечасового заработка и продолжительности рабочей недели.

Норма сбережений (% от располагаемых доходов) 2011-2013гг.



Источник: Bloomberg

Показатели рынка труда США, 2011-2013гг.



Источник: Bloomberg

Перспективы роста

- Перспективы 2014г. с точки зрения роста выглядят неплохо. Текущее QE запустило маховик жилищного рынка и на сегодня уже, по-видимому, не оказывает существенного прямого стимулирующего влияния на экономику. Такой вывод можно сделать исходя из динамики ставок долгосрочных ипотечных облигаций, доходность которых в мае 2013г. превысила среднюю ставку ипотечных портфелей банков.
- Наиболее перспективно на сегодня выглядит рост потребительских настроений и сокращение уровня сбережений населения. Это должно позволить укрепить потребительские расходы и поддержать капитальные инвестиции. На этом фоне рынок труда способен продолжить рост средними темпами выше уровня +200 тыс. по nonfarm payrolls. Поддержку росту занятости должен оказать и принятый Сенатом в декабре закон о бюджете, исключая снижение госрасходов, что также должно дать положительную проекцию на рынок труда.
- В результате, при условии сохранения текущего тренда снижения показателей безработицы, обозначенный ФРС уровень 6.5% может быть достигнут в 1П2015г.
- Ключевым событием политического календаря 2014г. являются ноябрьские выборы в Конгресс, которые должны обострить межпартийную борьбу ближе ко второй половине года. Вместе с тем основные противостояния на бюджетном фронте, похоже, разрешатся компромиссным сценарием. Поэтому наиболее чувствительный для рынков бюджетный вопрос должен остаться вне поля предвыборной борьбы. Тем не менее, исключать непредвиденные сюрпризы нельзя. С одной стороны, это может дать лишний повод для осторожности ФРС, но с другой – требует осмотрительности от инвесторов на рынке рискованных активов.
- Кандидатура нового руководителя ФРС – одно из основных событий 2014г., хотя интриги здесь уже, похоже, нет. Джанет Йеллен – компромиссная фигура, имеющая высокие шансы получить одобрение республиканского большинства Конгресса. Преимущество курса – это первое на что обратила внимание Йеллен. Общий тон прошлых выступлений делает её чуть ли не наиболее убежденным представителем «голубиного» крыла совета управляющих ФРС. Но, несмотря на это, монетарная политика в 2014г. претерпит серьезные изменения.
- Последнее в 2013г. заседание ФРС дало осторожный старт завершению QE3. Регулятор принял очень сбалансированное

Экономический прогноз по США

	2012	2013П	2014П
ВВП*	2.8	2.2	2.6
Инфляция (CPI)*	2.1	1.5	1.8
Дефлятор потреб. расходов*	1.8	1.3	1.6
Безработица, %	7.8	7.1	6.7
Дефицит бюджета**	7.0	4.1	3.5
EUR/USD, долл.	1.32	1.37	1.30
Доходность UST 10Y	1.70	2.90	3.40

*В процентах, е/е

Источник: Bloomberg, Банк ЗЕНИТ

**В процентах от ВВП

решение. С одной стороны, объем покупок был сокращен всего на \$10 млрд и произошел на фоне сильной статистики (ВВП ЗК13 +3.6%, ноябрьские payrolls +203 тыс.) и позитивного хода переговоров по бюджету. С другой стороны, первый шаг tapering был смягчен повышением прогнозов по экономике и обещаниями сохранить ставку на околонулевом уровне после снижения безработицы ниже 6.5%. Тем не менее, вокруг дальнейших действий ФРС остается ряд вопросов.

- Во-первых, стоит попробовать разобраться, какой эффект последняя программа QE оказала на экономику? Выше мы писали о том, что низкие ипотечные ставки оказывали поддержку экономике по двум каналам: через прямой вклад жилищного сектора в ВВП, а также опосредованный – через рефинансирование ипотечных кредитов по более низким ставкам и снижение стоимости обслуживания текущего долга. Это оставляло заемщикам больше средств на потребление и, как следствие, снижало норму сбережений в их доходах. В результате, по итогам последнего года, ускорение жилищного рынка напрямую добавило в ВВП США порядка 0.4% роста. Эффект от снижения нормы сбережений был более ощутим и добавил ВВП порядка +0.7% в терминах годового роста. Суммарный же эффект от последнего раунда QE, на наш взгляд, можно, таким образом, приблизительно оценить в +1п.п. роста ВВП.
- Следующий и, наверное, наиболее интересный вопрос – какое влияние на экономику окажет сворачивание QE? Ответом на него, на наш взгляд, как раз и должен стать главным итогом 2014г. В этой связи стоит отметить 2 момента. Во-первых, меры поддержки ФРС задумывались не как «двигатель» роста, а как его «стартёр», который должен запустить в экономике полноценный воспроизводственный цикл. Поэтому для продолжения сворачивания программы ФРС должна получить достаточно сигналов укрепления роста. Особенно важны с этой точки зрения индикаторы инвестиционной активности за пределами жилищного сектора. Во-вторых, начиная с мая 2013г. экономика США фактически уже ощущает изъятие стимулов: ставки дальних UST и MBS за последние полгода выросли в среднем на 1 пп. Вместе с тем ценовые и объемные показатели рынка жилья остаются в хорошем состоянии. Но здесь стоит помнить о том, что экономика и её жилищный сектор инерционны, а реакция на ужесточившиеся условия финансирования может последовать с существенным лагом. При этом уже сейчас первая проекция роста ставок на экономику заметна, например, на динамике обращений за ипотекой, а также в отдельных индикаторах вторичного рынка недвижимости.
- Сложившаяся позиция, на наш взгляд, удобна ФРС с точки зрения реализации стратегии постепенного и безболезненного сокращения покупок. Формально объем программы останется выше \$50 млрд./мес., как минимум, на протяжении 1К14, а возможно, и 1П14. Фактически же рынки, по сути, уже «обнулили» QE превентивным ростом ставок. Инфляционная угроза отсутствует и ФРС имеет время, чтобы оценить, насколько экономика окрепла для функционирования без монетарного «допинга», и был ли достаточен +1п.п. импульса от QE для запуска самостоятельного роста. В случае отрицательного ответа, tapering может быть приостановлен, а при поступлении тревожных новостей ФРС и вовсе может увеличить объем покупок.
- Предыдущий пункт частично проливает свет на следующий вопрос: когда стоит ожидать следующих действий ФРС? Снижение покупок на февральском заседании нам

представляется маловероятным. Мы полагаем, что для продолжения действий ФРС должно сойтись несколько условий. Главные из них: рост рынка труда не менее чем на +200 тыс. по nonfarm payrolls, ВВП на уровне не менее 2% (это соответствует росту в 3К13 за вычетом вклада со стороны запасов), неплохой поток данных по инвестиционной активности, и, наконец, инфляция не ниже текущих 1.2% (по базовому дефлятору потребительских расходов). Нарушение одного или нескольких условий может отодвинуть дальнейшее сворачивание QE. В феврале указанные параметры вряд ли достижимы: рынок труда может остаться в хорошей форме, но квартального снижения ВВП и инфляции избежать, по-видимому, не удастся.

- В целом же полное завершение QE даже при оптимистичном развитии событий может потребовать не менее 6-7 заседаний ФРС, т.е. произойдет не ранее 4К14. Появление неприятных сюрпризов со стороны экономики может продлить программу или даже вынудить ФРС вернуться на рынок с новыми покупками.

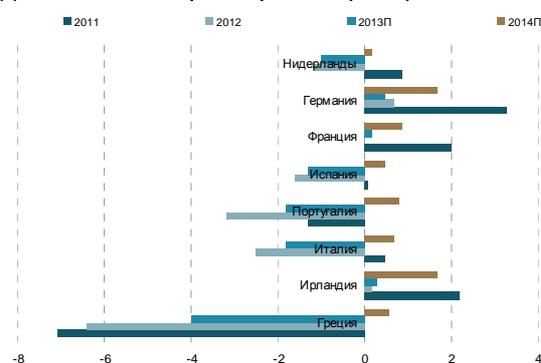
Еврозона: доверие инвесторов к периферии восстановилось

Развитие ситуации в Европе проходит поэтапно, при этом восстановительные процессы все еще выглядят хрупкими. В 2011 г. был разгар кризиса, который сопровождался острой ситуацией на денежном рынке еврозоны. В 2012 г. произошло насыщение финансовой системы ликвидностью и устранение острых политических углов. В 2013 г. вернулось доверие инвесторов к периферийным экономикам, которые вздохнули с облегчением после снижения стоимости заемных ресурсов. В то же время, Европа находится лишь в самом начале восстановительного процесса. Для ее текущего состояния все еще характерны высокие экономические риски, фрагментация финансовой системы и необходимость разработки программ роста под новые налогово-бюджетные реалии. Для приведения показателей госфинансов к адекватным значениям ряду стран еврозоны потребуются долгие годы.

Рецессия идет на убыль: спасибо Еврокомиссии и ЕЦБ

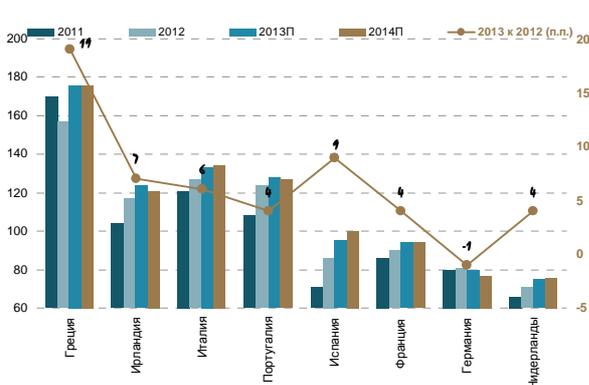
- Основной тенденцией 2013 г. в еврозоне стали восстановительные процессы в экономиках большинства стран. Ряд из них сократили отрицательные темпы роста, некоторые выбрались из рецессии. Произошло это по ряду объективных причин, которые провоцировали налогово-бюджетные ограничения, введенные Еврокомиссией, а также европейский Центробанк, который проводил сверхмягкую денежно-кредитную политику.
- Отличительной чертой года стало снижение степени политической неопределенности. Прошедшие выборы в ряде стран, пусть и не без проблем, но подтвердили готовность властей следовать предписаниям Еврокомиссии для общего финансового оздоровления и приведения налогово-бюджетных показателей к более здоровым значениям.
- Практически все страны региона в 2013 г. сократили дефициты бюджетов после пиковых значений 2011-2012 гг. Происходило это во многом благодаря снизившейся стоимости заимствований на долговых рынках. Доходности облигаций большинства периферийных экономик заметно сократились, продолжив тенденцию 2012 г., равно как и премии за страновой риск (CDS). В условиях отсутствия каких-либо проблем с ликвидностью, европейские банки охотно покупали высокодоходные обязательства тех стран, чьи экономические параметры имели тенденцию к улучшению. В результате еврозона получила двойную поддержку: периферия начала рассматривать долговые рынки, а не стабилизационные фонды, как один из основных источников рефинансирования долгов; банки получили дополнительную возможность повысить капитализацию за счет более доходных активов.
- Европейский Центробанк продолжает реализовывать сверхмягкую денежно-кредитную политику, которая, по аналогии с ФРС, позволила банкам снизить дефицит ликвидности и продолжить нормальное функционирование на финансовом рынке. В течение 2013 г. регулятор дважды понизил ключевую ставку с шагом 0,25 пп до отметки 0,25%. За это же время большинство банков стран еврозоны либо снизили, либо сохранили на неизменном уровне объем текущей задолженности перед ЕЦБ. Яркое исключение здесь составила лишь Греция, которая за 9M2013 нарастила этот показатель более чем втрое. Всего за 9 месяцев 2013 г. долг европейских банков перед ЕЦБ снизился почти на 40% - с 1,2 трлн евро до 720 млрд евро.

Динамика ВВП стран еврозоны (% г/г)



Источник: Bloomberg

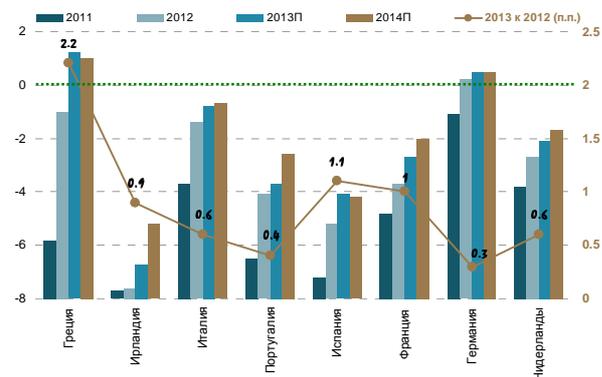
Долговая нагрузка на страны еврозоны (в % от ВВП)



Крупнейшие экономики еврозоны вернулись к росту, остальные – сократили темпы снижения

- Ключевой особенностью еврозоны в 2013 г. стало восстановление крупнейших экономик. Так, ВВП Германии в 2013 г., вероятно, вырастет с 0.7% до 1.7%, Франции – с 0.0% до 0.2%. Основной фактор роста – восстановление потребительских расходов и инвестиционной сферы. Именно наиболее сильные экономики еврозоны в наименьшей мере пострадали от оптимизации налогово-бюджетных процессов. Эти страны и ранее вели разумную политику расходов и заимствований, поэтому новые ограничения регулирующих органов еврокомиссии были восприняты наиболее безболезненно.
- Периферийные экономики заметно сократили темпы снижения. Причиной здесь стали как механизмы финансовой поддержки для получающих помощь стран, так и прояснение политической ситуации, равно как и проведение более разумной финансово-экономической политики. И хотя говорить о настоящих победах пока рано, но, если текущие процессы продолжатся, то уже в 2014 г. большинство периферийных экономик сможет побороть рецессию, что будет также сопровождаться одновременным улучшением финансовых метрик.

Бюджетные дефициты (в % от ВВП)

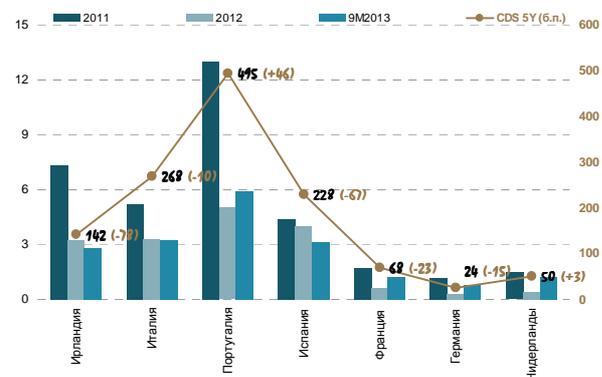


Источник: Bloomberg, прогноз – Еврокомиссия

Перспективы роста

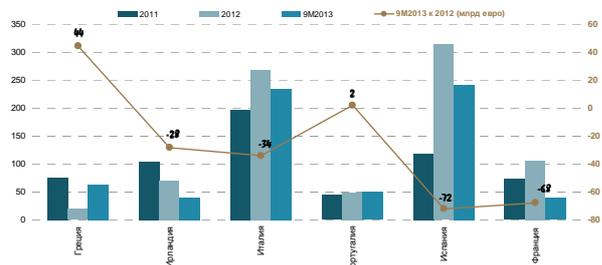
- Положительные итоги 2013 г. для европейских экономик можно назвать лишь очень предварительными. Развитые страны еврозоны по-прежнему сталкиваются со снижением внешнего спроса и слабостью внутреннего потребления на фоне неуверенности населения в будущем благополучии. Улучшение показателей долговой нагрузки и сокращение дефицитов бюджетов в более слабых экономиках региона только началось и не должно вызывать эйфории. Эти страны находятся в начале многолетнего пути налогово-бюджетной консолидации и пока нельзя однозначно спрогнозировать будет ли он успешен.
- Достаточно посмотреть на высокие показатели безработицы, чтобы понять, что быстрого спасения экономик еврозоны от рецессии не произойдет. Более того, ограничительные меры по бюджетным расходам и рост налоговой нагрузки на население в долгосрочной перспективе будут тормозящим фактором для темпов роста экономики региона.
- Перспективы роста экономики еврозоны в 2014 г. выглядят столь же благоприятными, как и в 2013 г. благодаря реализуемым принципам общего финансового оздоровления региона, а также сохранению сверхмягкой монетарной политики со стороны Центробанка. Согласно осеннему прогнозу Еврокомиссии, в 2013 году в рецессии останутся 8 из 18 стран региона, тогда как в 2014 г. 16 из 18 стран еврозоны будут демонстрировать положительный рост ВВП.
- Улучшение показателей госфинансов позволит даже слабым странам проводить экономическую политику, направленную на рост. По сути, то, что сейчас происходит в периферийных экономиках – постепенный отказ от прежней экономической модели, целью которой было поддержание экономического роста ценой наращивания долгов при сохранении низкой эффективности экономики. Однако время для этого перехода было не выбрано каждой из стран, а навязано регулируемыми организациями. В результате, Европа вновь может оказаться «мультискоростной». Те развитые страны

Стоимость долга (% годовых)



В скобках указано изм-е премии CDS за 2012 г. Источник: Bloomberg

Фондирование банков стран еврозоны в ЕЦБ (млрд евро)



Источник: ЕЦБ

региона, для которых предыдущий кризис прошел безболезненно, должны пытаться восстановить докризисные темпы роста ВВП (Германия, Франция). Средняя группа – страны, которые вошли в рецессию с относительно здоровыми показателями долговой и бюджетной политики (Нидерланды, Финляндия). Средняя группа может включать в себя страны, относительно недавно вошедшие в монетарный союз, которые имеют невысокие бюджетные дефициты и обладают приемлемыми показателями долговой нагрузки (Словения, Словакия, Эстония). Низшее «сословие» стран составят те экономики, которые в последние несколько лет имели значительные «двойные дефициты», которые покрывались за счет агрессивной бюджетной политики и заимствований (Италия, Ирландия, Греция, Испания, Кипр, Португалия).

- Политика ЕЦБ в 2014 г. должна сохраниться стимулирующей, поэтому мы допускаем снижение ключевой процентной ставки до 0%. Более серьезный инструмент – установление отрицательной процентной ставки по депозитам банков в ЕЦБ – выглядит маловероятным в том случае, если развитие региона пойдет по намеченному сценарию. Например, очередные инъекции ликвидности в финансовую систему могут произойти в том случае, если дефляционный сценарий для экономики станет более реалистичным. Кроме того, важность этого инструмента уменьшается по мере снижения объема депозитов банков в ЕЦБ. Если в пиковый период летом 2012 г. их объем достигал внушительных 771 млрд евро, то по состоянию на ноябрь 2013 г. – всего 59 млрд евро.
- 2014 г. станет первым годом, когда статистическая база предыдущего года уже будет включать в себя те ограничения в налогово-бюджетной сфере, которые были введены Еврокомиссией. Это означает, что сопоставление экономических индикаторов стран в годовом сравнении будет более справедливым.
- Помимо существующих внутренних проблем, экономика еврозоны продолжит сталкиваться с внешними угрозами. Одной из таких опасностей является низкий рост в основных развивающихся сырьевых экономиках, в которых ранее доля импорта из ЕС была высока ввиду слабости собственных производств. С сокращением объемов производства эти страны потребляют меньше, в результате оказывая давление на торговый баланс еврозоны.
- Ключевым политическим событием 2014 г. должны стать выборы в европейский парламент в мае, где жители всех 28 стран Евросоюза должны будут выбрать определенное количество депутатов от своей страны, тем самым подтвердив свои намерения следовать определенным программам бюджетной экономии.
- Резюмируя, стоит отметить, что еврозона в 2013 г. сделала важный, но относительно небольшой шаг вперед. Проведение резонансной налогово-бюджетной политики миновало острую фазу, большинство стран имеют сформированные правительства, которые готовы исполнять предписания Еврокомиссии. Впереди для стран монетарного союза припасено множество тормозящих факторов, которые будет необходимо преодолеть для успешной трансформации социально-экономической модели периферийных экономик, восстановления уверенных темпов роста ключевых стран еврозоны и снижения запредельно высокого уровня безработицы.

Экономический прогноз по еврозоне на 2014 г.

	2012	2013П	2014П
ВВП*	-0.7	-0.4	1.1
Потребительские расходы*	1.4	-0.7	0.6
Инвестиции*	-4.0	-3.3	1.9
Инфляция*	2.5	1.5	1.5
Безработица, %	11.4	12.2	12.2
Чистые займы**	3.7	3.1	2.5
Расходы на обслуживание долга**	3.1	3.0	3.0
Дефицит бюджета**	-2.1	-1.5	-1.3
Долговая нагрузка**	92.6	95.5	95.9
Профицит торгового баланса**	1.4	2.3	2.4
Профицит текущего счета**	1.8	2.7	2.9

*В процентах, в/е

**В процентах от ВВП региона

Источник: Еврокомиссия

Краткие итоги и перспективы для стран еврозоны

Страна*	2013	2014
Австрия AA+/Aaa/AAA 0.9/0.4/1.6 3.2%	Страна вошла в стадию кризиса одной из последних среди развитых экономик региона. Удержать от рецессии в 2013 г. помогло сокращение импорта, но признаки восстановления неочевидны.	Восстановление внутреннего спроса за счет сокращения негативного влияния программы экономии, принятой в 2012 г. Ожидается рост чистого экспорта, который позволит вернуться на начальную траекторию роста.
Бельгия AA/Aa3/AA -0.1/0.1/1.1 4.0%	Во 2П2013 наблюдаются признаки выхода из стагнации экономики. Меньшее негативное влияние от спада в мировой торговле ввиду региональной ориентации. Слабость рынка труда.	Умеренный рост потребительских расходов на фоне достижения «дна» в уровне безработицы. Реализация новой программы бюджетной консолидации улучшит финансовые метрики. Сохранение низкого инфляционного давления.
Германия AAA/Aaa/AAA 0.7/0.5/1.7 28.1%	Восстановление потребительских расходов благодаря улучшению ситуации на рынке труда и низким процентным ставкам. Фактор восстановления уровня запасов существенно поддержал экономику в 1П2013.	Продолжение роста потребления и инвестиций. Улучшение в промышленности благодаря росту экспорта на фоне общего восстановления экономики еврозоны. Увеличение профицита бюджета, снижение долговой нагрузки.
Греция B-/Caa3/B- -6.4/-4.0/0.6 2.0%	Смягчение рецессии и появление признаков достижения «дна». Улучшение ситуации с ликвидностью благодаря фондированию в ЕЦБ. Поддержка ВВП за счет восстановления туризма.	Реализация основных инфраструктурных проектов поддержит экономику. Продолжится рекапитализация банковского сектора. Поддержка ВВП окажут инвестиции и экспорт, тогда как внутреннее потребление останется слабым ввиду строгих бюджетных мер.
Ирландия BBB+/Ba1/BBB+ 0.2/0.3/1.7 1.7%	Слабые признаки восстановления. Стоимость заемных денег опустилась на докризисные уровни. Значительное снижение безработицы, но ее уровень по-прежнему высок (13.3%). Высокий показатель дефицита бюджета (7.4% ВВП)	Снижение дефицита бюджета до 5.0% ВВП, в том числе на 1.5 пп благодаря мерам по налогово-бюджетной консолидации, которые включают повышение акцизов на табак и алкоголь, а также введение дополнительного налога на финансовые институты
Испания BBB-/Baa3/BBB -1.6/-1.3/0.5 10.8%	Экономика продемонстрировала признаки восстановления во 2П2013. Чистый экспорт остается основным драйвером для экономического роста. Кредитование продолжает сокращаться как со стороны спроса, так и слабого предложения. Безработица остается самой высокой среди стран монетарного союза – 26%.	Остановка в росте нормы сбережений. В результате реальные располагаемые доходы и потребление должны вырасти. Недостаток в доходах в предыдущие несколько лет будет ликвидироваться за счет сохранения сильного экспорта. Исключение составит лишь строительство, которое, вероятно, останется слабым.
Италия BBB/Baa2/BBB+ -2.5/-1.8/0.7 16.5%	Внутреннее потребление остается одним из основных ступоров для экономики. В то же время, рост безработицы продолжается и идет уверенными темпами (с 10.4% в 2012 г. до 12.2% в 2013 г.). В конце года индексы доверия возобновили рост, отражая перспективы наращивания промышленного выпуска.	Усиление роста за счет наращивания экспорта, преимущественно в страны вне Евросоюза. В результате экспортоориентированные компании будут основным драйвером для наращивания инвестиций. Потребительские расходы останутся слабыми на фоне сохранения высокого уровня безработицы.
Кипр B-/Caa2/B- -2.4/-1.8/1.3 0.2%	Делевердж в частном секторе продолжает негативно влиять на темпы роста экономики. Неопределенность перспектив заставляет компании снижать объем производства и запасы. В то же время резкое снижение импорта оказывает поддержку экономике за счет роста в чистом экспорте.	Потребление останется слабым на фоне продолжения сокращения кредитования, рекордно высокого уровня безработицы и снижения доходов населения из-за ужесточения налогово-бюджетной политики. Поддержкой экономики выступит внешняя торговля, поскольку импорт, вероятно, продолжит существенно снижаться.
Латвия BBB+/Baa2/BBB+ 5.0/4.0/4.1 0.2%	Потребление остается ключевым драйвером для роста экономики, что поддерживается сокращением рынее крайне высокого уровня безработицы и продолжающимся ростом доходов населения. Негативный сигнал – слабеющие под натиском сокращения внешнего спроса инвестиции. В то же время ситуация в строительстве выглядела неплохо.	Внутреннее потребление должно остаться основным фактором роста ВВП. Восстановление в инвестиционной сфере ляжет полностью на плечи компаний из реального сектора, тогда как делевердж в банковской сфере продолжится. Существуют риски кратковременного роста инфляции после либерализации рынка электроэнергетики в апреле 2014 г.
Люксембург AAA/Aaa/AAA -0.2/1.9/1.8 0.5%	Восстановление экономики является слабым и неочевидным, несмотря на появление позитивных сигналов от опережающих экономических индикаторов в конце 2012 г. Объемы промышленного выпуска восстановились значительно, однако все еще остаются ниже своего долгосрочного среднего значения. Потребительские расходы оказали меньшую поддержку экономике на фоне роста безработицы.	Инвестиции, вероятно, останутся слабым звеном экономики на фоне сохранения слабых финансовых условий в рамках подготовки банков к новым требованиям Базель III. Ожидается усиление дефицита бюджета на фоне падения корпоративных прибылей, что частично будет компенсироваться введенным НДС с плавающей ставкой для компаний в секторе интернет-торговли.
Мальта BBB+/A3/A 0.8/1.8/1.9 0.1%	Несмотря на более слабые данные по потребительским расходам, поддержке экономике оказали показатели внешней торговли ввиду более быстрого сокращения импорта. Кроме того, в 1П2013 была реализована поддержка от фактора наращивания запасов.	Несостоявшееся в 2103 г. восстановление потребительских расходов, вероятно, произойдет в 2014 г. благодаря введению новых налоговых льгот. Сложный доступ компаний на финансовый рынок должен сохранить минимальный уровень инвестиций.
Нидерланды AA+/Aaa/AAA -1.2/-1.0/0.2 6.3%	Экономика находится в рецессии: поддержка экономики за счет восстановления чистого экспорта пока недостаточно, чтобы компенсировать существенную просадку в потреблении, страдающего от мер бюджетной консолидации, сокращения пенсий и доходов населения, роста безработицы, а также слабого состояния жилищного рынка.	Внутренний спрос должен остаться слабым. В то же время, компании могут начать осторожно увеличивать инвестиции благодаря росту экспорта. В итоге темпы снижения ВВП могут немного замедлиться, а к концу 2014 г. страна может выйти из состояния рецессии.
Португалия BB/Baa3/BB+ -3.2/-1.8/0.8 1.7%	Поддержка экономики в течение года исходила преимущественно от внешней торговли, где темпы роста экспорта значительно превышали увеличение импорта. Внутреннее потребление было слабым на фоне роста безработицы.	В течение года рост экономики будет в значительной мере поддержан за счет чистого экспорта на фоне ожидаемого замедления темпов роста импорта. Уровень безработицы, вероятно, останется на локальных максимумах, что лишит экономику поддержки от роста потребительских расходов.
Словакия A/Aa2/A+ 1.8/0.9/2.1 0.7%	Тормозящим рост ВВП в 2013 г. стали инвестиции. В то же время, внутренний спрос по-прежнему оказывает существенную поддержку экономике, однако показатели безработицы выглядят высокими (13.9%). Снижение индексов уверенности бизнеса привело к заметному сокращению корпоративного кредитования.	Инвестиционная активность бизнеса, вероятно, останется подавленной, но поддержку окажет запланированное строительство новых дорог. Усиление роли внутреннего спроса, который по вкладу в рост ВВП может обогнать чистый экспорт, прибавив к динамике ВВП увеличение на 1.5 пп.
Словения A-/Baa2/BBB+ -2.5/-2.7/-1.0 0.4%	Углубление рецессии на фоне продолжающегося умеренного снижения потребительских расходов и замедления роста чистого экспорта. Кратковременную поддержку инвестициям в 1П2013 оказало завершение строительства угольной электростанции, однако по итогам года это лишь немного улучшило картину. Низкие прибыли и объем корпоративного кредитования не располагают к наращиванию инвестиций.	В 2014 г. отрицательная динамика инвестиций сохранится, однако поддержку сможет оказать запланированное обновление производственных мощностей ряда компаний, а также достижение «дна» в строительстве. Ожидаются признаки восстановления тренда на восстановление экономики во 2П2014, что будет спровоцировано увеличением чистого экспорта на фоне улучшения глобальных условий. Давление на бюджет из-за сохраняющейся необходимости докапитализации банков.
Финляндия AAA/Aaa/AAA -0.8/-0.6/0.6 2.0%	Несколько кварталов рецессии заметно снизили индексы доверия бизнеса и населения. В потребление заметно снизилась доля покупок товаров длительного пользования, что стало отражением снизившихся доходов после повышения налогов и в частности НДС. Инвестиции сталкиваются с трудностями как в части капитальных товаров, так и строительства. Снижение потребления импорта происходит быстрее, чем экспорта, что поддерживает ВВП.	Ожидается медленное восстановление экономики и выход из рецессии. Небольшой рост доходов населения потребует времени, чтобы позитивно отразиться на показателях безработицы. Препятствовать росту будут запланированные повышения налогов. Снижение налога на прибыль последует за его увеличением на дивидендные выплаты. Кроме того, будут повышены акцизы на табак и алкоголь. Несмотря на это, ожидается усиление дефицита бюджета.
Франция AA/Aa1/AA+ 0.0/0.2/0.9 21.4%	Объемы внутреннего потребления остаются невысокими из-за проведения мер налогово-бюджетной консолидации и роста безработицы. Несмотря на рост доверия бизнеса к экономике, компании предпочитают дожидаться получения устойчивых прибылей, прежде чем начать инвестировать.	Потребление сохранится на уровне 2013 г., равно как инвестиции. В этих условиях роль чистого экспорта в экономике будет наиболее заметной. Вместе с тем, возможное улучшение внешних условий заставит экспортеров начать более активное инвестирование.
Эстония AA-/Aa2/A+ 3.9/1.3/3.0 0.2%	Потребление остается ключевой поддержкой для экономики на фоне ослабления показателей внешней торговли. Экспорт заметно ослаб ввиду снижения спроса из Финляндии, а также снижения объема нефтеперевозок из-за открытия новых портов в России. Одновременно, темпы роста импорта оставались умеренными.	Потребление останется основным фактором роста ВВП. При этом объемы кредитования вырастут очень умеренно, несмотря на крайне низкие либо отрицательные процентные ставки. В инвестициях ожидается оживление на фоне достижения в 2103 г. предельного уровня загрузки производственных мощностей.

* В первой строке под названием страны указаны рейтинги S&P/Moody's/Fitch, во второй строке – динамика ВВП 2012/2013/1/2014/1 на основе прогнозов Еврокомиссии, в третьей строке доля странового ВВП в объеме ВВП еврозоны (9.5 трлн евро по итогам 2012 г.)

Китай: «перестройка» грозит обнажением структурных проблем

Китай в 2013 г. оказался на пороге больших перемен: новое руководство страны определило долгосрочные перспективы развития, а планируемые новые реформы направлены на смену текущей устаревшей модели экономики на новую, которая неразрывно связана с улучшением внутренних социальных условий, резким поворотом к рыночной политике и реформированием деятельности банков и госпредприятий. По мнению властей, в случае успеха в этом направлении Китай уже через 5-7 лет сможет пополнить список развитых стран.

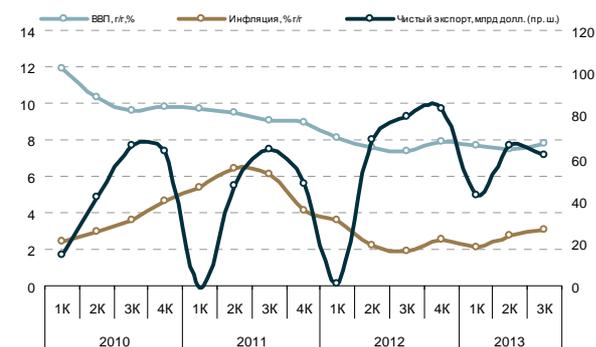
2013 год: резкого замедления роста экономики не случилось

- Темпы роста экономики Китая в 2013 г. существенно не изменились и по итогам года должны уложиться в официальный прогноз роста ВВП на уровне 7.8% годовых. Страна сумела сохранить инфляционную активность на прежнем уровне, а также восстановить позиции во внешней торговле благодаря оживлению спроса со стороны США.
- За 9М2013 чистый экспорт составил почти 170 млрд долл. (+13.4% г/г) против 150 млрд руб. за аналогичный период 2012 г. Произошло это как за счет роста импорта в США, который частично компенсировал стагнацию европейского спроса и падение азиатского. В целом темпы роста экспорта и импорта были сбалансированными (7-8% г/г), что отражает невысокие ожидания бизнеса в среднесрочной перспективе.
- Показатели денежно-кредитного рынка в 2013 г. существенно не изменились. Несмотря на довольно широкий спрэд между базовой процентной ставкой и инфляцией, НБ Китая не решился на понижение первой, что могло бы оказать поддержку темпам экономического роста. Вместо трансформации процентной политики Центробанк периодически увеличивал предложение денег, что было особенно актуально в начале лета 2013 г.
- Обменный курс юаня по отношению к доллару в 2013 г. снизился на 1.8%. Происходило это на фоне роста международных резервов страны за 9М2013 на 11%. Укрепление юаня происходила на фоне снижения долларовых активов в резервах: если на начало года вложения в казначейские обязательства США составляли 37%, то к концу года – уже 35%.

Перспективы роста

- Перспективы роста экономики Китая в 2014 г. неразрывно связаны с намеченными долгосрочными планами правительства по реформированию экономики и социальной сферы. Реформы предполагают переход от текущей экспортно-ориентированной модели к системе стимулирования внутреннего спроса, что более характерно для развитых экономик. В производстве это означает снижение доминирования на рынке крупных госкомпаний и рост доли малого и среднего частного бизнеса, переориентирование с производства товаров на сферу услуг. В регулятивном плане это предполагает снижение бюрократического контроля и усиление роли рыночных механизмов.
- Страна вступает с затяжную стадию смены модели экономики, при чем происходит это не превентивно, а уже постфактум, когда становится очевидно, что с прежней парадигмой темпы роста экономики неуклонно пойдут вниз. Это предполагает, что двузначные темпы роста ВВП Китай может уже и не увидеть в обозримом будущем.

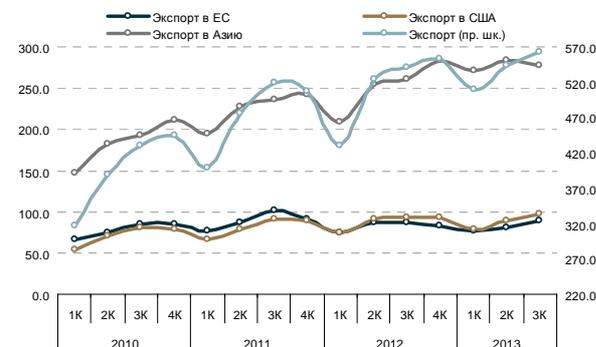
Экономика, инфляция, внешняя торговля



Инфляция и процентные ставки



Экспорт (млрд долл.)



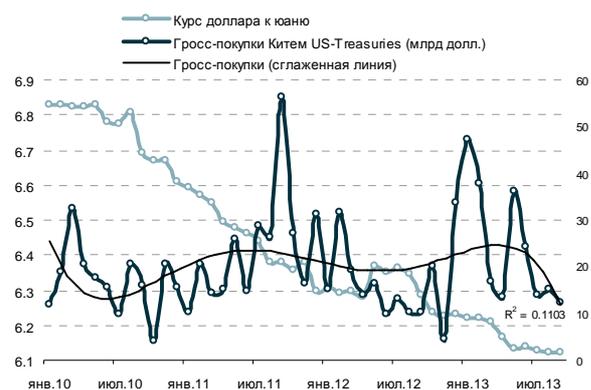
Международные резервы



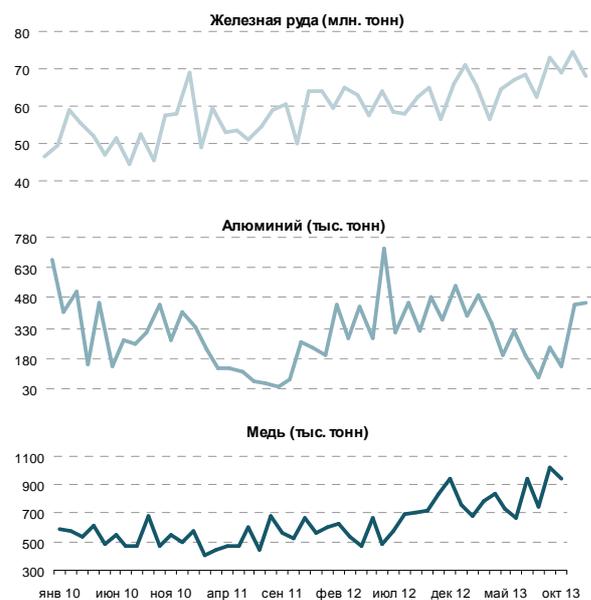
Источник: Bloomberg

- Цена успеха проводимых реформ – пополнение списка развитых экономик, в которых доля внутреннего потребления составляет 60-70% ВВП (на текущий момент в Китае – менее 50%). Кроме того, экономика будет более диверсифицированной, что позволит ей меньше страдать от внешних шоков и быть более прогнозируемой.
- Обратной стороной реформ будут неизбежные проблемы, которые могут замедлить темпы экономического роста. Текущая модель развития породила множество побочных эффектов, которые были завуалированы, либо не представляли опасности до определенного момента. Прежде всего это ситуация с региональными властями и бюджетами, которые до определенного времени покрывали дефициты за счет продажи и зонирования земли, цены на которые постоянно росли. Теперь же они неизбежно столкнутся с новыми проблемами: потенциал маскировки огромных дефицитов исчерпан, тогда как центральные власти наделяют сельских жителей большими социальными правами, принуждают к оказанию дорогостоящих социальных услуг мигрантам, повышают налоги на имущество. В конечном итоге с развитием процесса переориентации на внутренний спрос проблемы региональных бюджетов будут только возрастать, провоцируя потенциальные кризисы в финансовой сфере.
- По сути, Китай попытается избежать «ловушки среднего дохода» и последовать по пути «Восточноазиатских тигров», которые имели успешный опыт трансформации из стран с дешевым производством в высокотехнологичные развитые экономики. Единственный, но существенный нюанс – Китай планирует осуществить этот переход не за десятилетия, а до 2020 г., рискуя попасть в такую ситуацию, когда новые социально-экономические механизмы будут работать не в полную силу, а прежние опоры роста будут уже недоступны. В этом случае определенной страховкой послужат накопленные международные резервы, которые могут сгладить появляющиеся острые углы.
- Еще один принципиальный момент связан с заявлениями НБ Китая о намерении прекратить наращивание международных резервов, которые по состоянию на сентябрь 2013 г. составляли внушительные 3.7 трлн долл. Такое решение, вероятно, было мотивировано в том числе и отказом от дальнейшего наращивания долларовой позиции. Начиная с лета 2010 г., Китай неуклонно снижает долю вложений в казначейские обязательства США, к концу текущего года доведя ее с 45% до 35% от резервов. В случае отказа от покупок долларовых активов экономика страны может столкнуться с еще одной проблемой, которая, однако, укладывается в новый план реформ: укрепление юаня. Более сильная национальная валюта увеличит издержки экспортеров, однако будет полезной для внутреннего потребления, когда оно наберет достаточную силу. Более того, ситуацию смягчает и открытие НБ Китая взаимных своп-линий в национальных валютах стран-основных региональных торговых партнеров. Так, доля экспорта Китая в страны Азии по-прежнему составляет чуть выше 50%, что значительно больше, чем продажа товаров США и Европе (в сумме около 30% от общего объема экспорта).
- Говоря о перспективах китайской экономики в 2014 г., мы ориентируемся на рост ВВП в пределах 7.2% при инфляции на уровне 3.3% и сохранении неизменными монетарных условий со стороны Центробанка страны. Тем не менее, такие ожидания базируются на сглаженных темпах осуществления реформ и предполагают сохранение в значительной степени поддержки от прежней модели экономики.

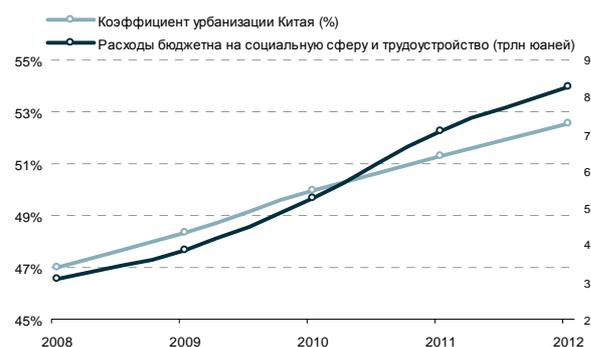
Курс юаня и объем покупок UST



Потребление сырья



Социальная сфера



Источник: Bloomberg

Россия: выхода экономики из депрессии не просматривается

2013 г. для российской экономики можно смело назвать неудачным. Потребительские расходы, поддерживаемые ростом зарплат в реальном выражении и уверенными темпами кредитования, оказались единственным фактором для роста. Промышленность продемонстрировала минимальные темпы роста, тогда как инвестиционная активность была отрицательной. В результате, темпы роста ВВП замедлились до уровней стагнации, тогда как появления новых драйверов роста не прослеживается. Еще один негативный момент – снижение эффективности экономики, которое происходит на фоне опережающего роста зарплат и доходов населения над динамикой выпуска в промышленности. В 2014 г. мы не ожидаем заметного ускорения роста, однако отмечаем, что запланированные на год инвестпрограммы госкомпаний способны оживить капвложения бизнеса, а более низкое инфляционное давление – поддержать конечный спрос.

Промышленность

- Промышленность в 2013 г. демонстрировала околонулевые темпы роста. Главное разочарование здесь принесли обрабатывающие сектора, которые испытывали давление как со стороны бизнеса (низкий спрос на товары инвестиционной группы), так и со стороны населения, которое остается неуверенным в сохранении текущего уровня доходов в будущем.
- Основную поддержку промышленности оказали добывающие отрасли, которые не позволили сектору скатиться до отрицательных темпов роста. Характерно, что в структуре добычи основной рост показала газовая промышленность. Это можно рассматривать как слабый сигнал восстановления европейского спроса

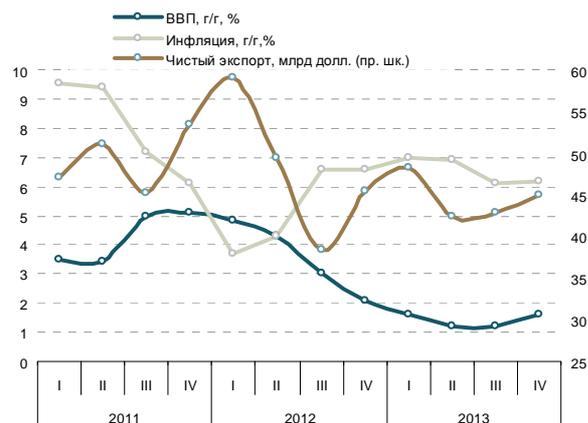
Инвестиции

- Инвестиционная активность в 2013 г. была подавленной по многим причинам. Компании так и не нашли поводов для наращивания капвложений, поскольку не уверены в росте потребления даже в среднесрочной перспективе. Судя по схожему с 2012 г. поведению рынка корпоративного кредитования, компании полностью перешли в режим минимально необходимых инвестиций, оставив их на поддерживающем уровне.
- Строительный сектор также сохранил слабость, что, помимо общего состояния экономики, можно объяснить высокой статистической базой 2012 г., когда был построен ряд основных олимпийских объектов Сочи.

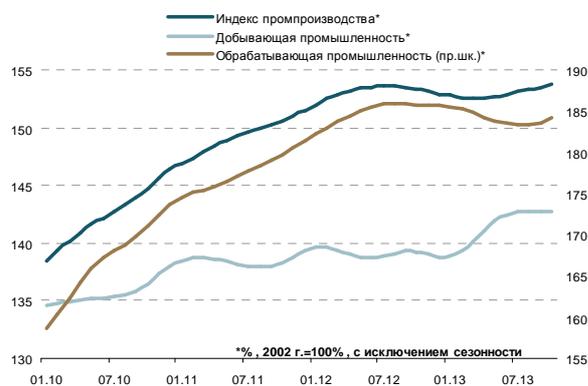
Потребительские расходы

- Потребительские расходы стали ключевым фактором символического роста экономики в 2013 г. Потребление росло благодаря сохранению относительно высоких темпов роста реальных зарплат (+5.5% г/г за 10М2013), а также реальных располагаемых денежных доходов (+3.9% г/г за 10М 2013). Рынок кредитования населения немного замедлился, однако его рост по-прежнему впечатляет: 22.2% за 10М2013 г. против 29.1% за тот же период 2012 г.
- Основным драйвером для роста доходов населения стала социальная часть федерального бюджета. Несмотря на общую слабость экономической активности, индексация зарплат в бюджетной сфере, а также пенсий и пособий, позволили сохранить умеренными темпы роста потребления.

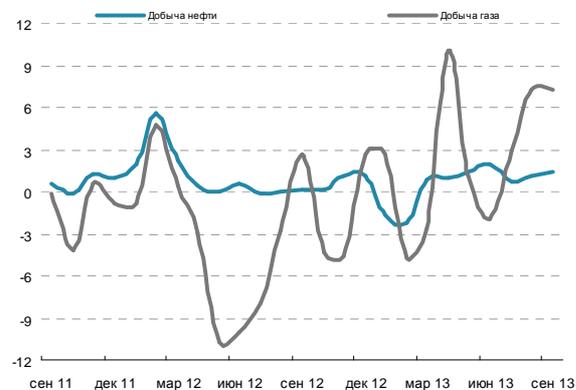
Ключевые показатели экономики



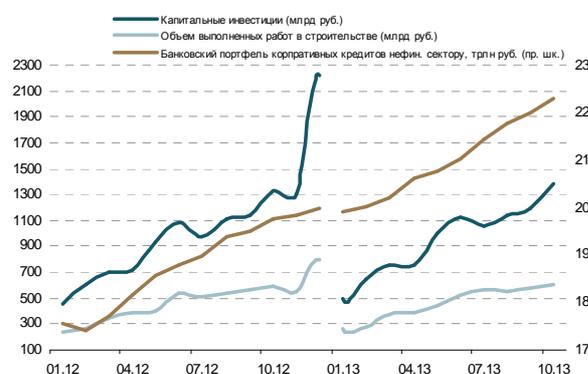
Промпроизводство



Добыча энергоносителей (% г/г)



Капитальные инвестиции



Источник: Росстат, ГУ ВШЭ

Внешний сектор

- Цены на нефть в 2013 г. оставались на довольно высоких значениях, что позволило сохранить сальдо торгового баланса на приемлемом уровне. Однако нарастающий импорт требуют от нефтяных цен постоянного роста, чего не происходит. В результате, профицит торгового счета продолжает сокращаться. Так, за 9М2013 г. положительное сальдо составило 133.5 млрд долл., что на 9% меньше, чем за 9М2012 при схожих данных по среднегодовой цене на нефть.
- Положительное сальдо счета текущих операций остается под давлением сокращающегося профицита внешней торговли, которое минимально покрывает нарастание дефицита баланса услуг и затрат на обслуживание внешнего долга. Не исключено, что уже по итогам 4К2013 г. сальдо текущего счета будет отрицательным.

Инфляция

- Инфляционное давление оставалась на уровне 2012 г., так и не войдя в таргетируемый властями диапазон 5-6%. Основной причиной роста инфляции стало ее ускорение в начале года из-за низкой базы 2012 г., когда индексация регулируемых тарифов была перенесена с января на июль. Во втором полугодии инфляция начала набирать обороты, особенно в части продуктовой компоненты, невзирая на хороший урожай в сельском хозяйстве.
- В то же время, непродуктовая компонента индекса потребительских цен была в среднем на 0.6 пп ниже значений 2012 г. Более значительному снижению помешал рост девальвационных настроений осенью 2013 г., который спровоцировал спрос на товары длительного срока использования.

Банковский сектор

- Рост активов в банковской системе остался на уровне прошлого года 14% (г/г, за 10М2013). Основным источником их формирования оставался кредитный рынок, где доля выданных займов компаниям нефинансового сектора и населению росла сопоставимыми темпами, а их доля сохранилась на уровне 58%. Наибольший прирост был отмечен в розничном портфеле кредитов – в годовом выражении на 22% за 10М2013 против 29.1% за аналогичный период 2012 г. В корпоративных кредитах темпы роста остались прежними – 11.2% г/г.
- Давление на капитал со стороны резервов немного усилилось, на фоне роста последних на 16% за 10М2013 против 7% в 2012 г. Доля начисленных резервов в капитале выросла с 36% до 42%, при этом в активах - осталась на уровне прошлого года – 5.2%.

Обменный курс рубля

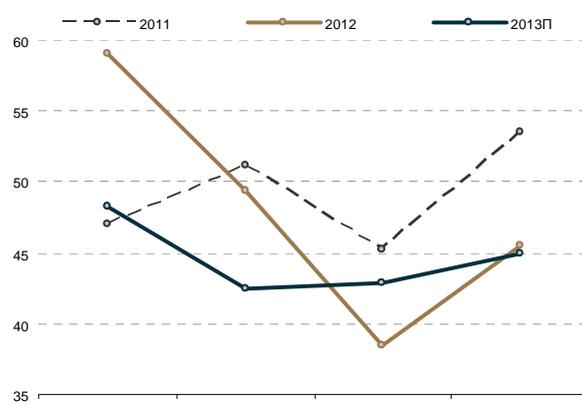
- Динамика рубля в 2013 г. была отрицательной, что было связано с рядом как внешних, так и внутренних факторов. Рост номинального курса бивалютной корзины за 11М2013 г. составил около 10%. Основное давление на рубль было проявлено во 2П2013, когда стала очевидной слабость экономики, при этом негативное влияние на российскую валюту оказывали дивидендные выплаты нерезидентам, спровоцировавшие рост девальвационных настроений. Затем спрос на валюту исходил от российских компаний, которым в декабре предстояло погашение крупных внешних займов.

Доходы и расходы населения



Источник: Росстат

Чистый экспорт, млрд долл.



Источник: Росстат

Потребительские цены



Источник: Росстат

- Несмотря на значительное ослабление рубля к доллару США (на 8% в номинальном выражении), рубль смотрелся несколько сильнее своих аналогов из развивающихся экономик. Так, бразильский реал в 2013 г. продемонстрировал снижение к доллару США на 13%, турецкая лира – на 14%, южно-африканский ранд – на 22%.
- Еще одной особенностью рубля в 2013 г. стало снижение его зависимости от поведения внешних рынков. Корреляция с движением на основных фондовых и сырьевых площадках была менее явной, тогда как основную роль играли внутренние настроения.

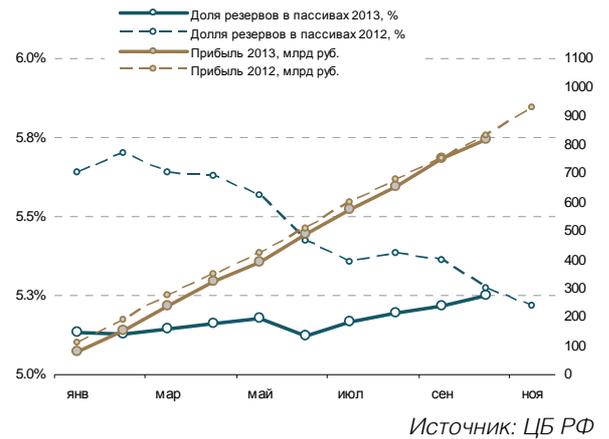
Политика Центробанка

- Политика Центробанка не претерпела количественных изменений, большинство основных процентных ставок осталось без изменений. При этом ставки по ряду менее популярных инструментов рефинансирования были приведены к адекватным значениям. Регулятор так и не решился на смягчение процентной политики, несмотря на очевидную слабость экономики. Пойти на этот шаг не позволила инфляция, которая стабильно превышала таргетируемый диапазон в 5-6% в терминах годового роста. Еще одно нововведение года – проведение аукциона под залог нерыночных активов, которому было дано неофициальное название «российский LTRO». Спрос на нем, вопреки ожиданиям рынка был относительно невысок: спрос составил 307 млрд руб. при лимите в 500 млрд руб. Таким образом, 1-недельное репо оставалось наиболее привлекательным каналом фондирования в ЦБ РФ, на которое приходится порядка 80-90% от всех привлеченных у регулятора денег.
- Со сменой главы Центробанка была проведена ревизия, призванная упростить денежно-кредитный инструментарий регулятора. Ставка 1-недельного репо была признана «ключевой», сместив с главного места ставку рефинансирования, которая постепенно будет приведена к адекватным значениям.

Перспективы роста

- Точек роста для российской экономики в 2014 г. наблюдается немного, однако только за счет более низкой статистической базы 2013 г. мы сможем увидеть чуть более высокий рост ВВП. Мы полагаем, что российский ВВП вырастет на 2.3% в 2014 г. против 1.5-1.7% в текущем году.
- Ключевым драйвером роста должны остаться потребительские расходы, которые, однако, будут снижаться на фоне ожидаемого замедления роста зарплат и охлаждения темпов роста кредитования. Основной риск здесь представляет отмена индексаций зарплат в госкомпаниях. Между тем, социальная часть бюджета 2014 г., призванная повысить пенсии и пособия, осталась без изменений. В отношении кредитования населения прогнозы также базируются на снижении темпов роста розничного портфеля из-за значительного роста просрочки в потребительском кредитовании, относительно высоких ставок по этим кредитам и ограничительных мер Центробанка по розничному кредитованию.
- В промышленности мы видим 2 пути выхода из депрессии. Первый основан на оживлении европейского спроса на российское энергетическое сырье по мере восстановления экономики Евросоюза. Второй предполагает активизацию в обрабатывающих отраслях, связанную с наращиванием истощенных к концу 2013 г. складских запасов.

Резервы и прибыль банков (10 месяцев года)



Нагрузка на капитал



Вклады физлиц (доля вкладов в активах)

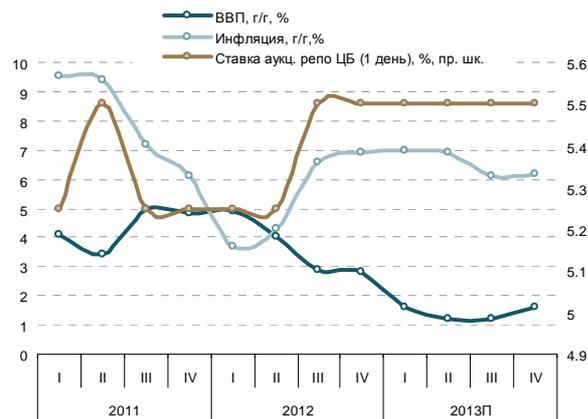


Динамика частного иностранного капитала



- Динамика капитальных инвестиций остается под угрозой из-за заморозки индексации тарифов естественных монополий в 2014 г., на которые приходится львиная доля всех капвложений. Одновременно с усилением требований властей по сокращению издержек и повышению эффективности деятельности, это может стать основной причиной минимального роста инвестиций в основной капитал на фоне относительно слабой базы 2013 г. Стоит также отметить, что деньги из Фонда национального благосостояния, которые могут быть выделены госкомпаниям, должны помочь препятствовать снижению инвестиционной активности бизнеса.
- В отношении внешнего сектора стоит отметить ожидания дальнейшего сокращения положительного сальдо торгового баланса из-за опережающих темпов роста импорта. При сохранении текущих тенденций профицит торгового счета может потерять в 2014 г. еще около 10%, составив 150 млрд долл.
- Давление на рубль может сохраниться на фоне по-прежнему слабой экономики. Кроме того, внешние риски, связанные главным образом со сворачиванием стимулирующих мер со стороны ФРС США, могут привести к усилению оттока частного иностранного капитала. Давление на счет текущих операций от снижающегося профицита внешней торговли и роста внешнего долга российских компаний и банков может привести к его отрицательному сальдо во 2П2014 г., что окажет дополнительное давление на российскую валюту.
- Политика российского Центробанка может смягчиться не ранее 2П2014. Это может произойти благодаря сокращению инфляции на фоне сопоставимой базы 2013 г. и заморозке тарифов естественных монополий. Мы ожидаем, что регулятор в этот период пойдет на понижение ключевой процентной ставки, а за весь 2014 г. она понизится на 50 бп. от текущих значений.

Инфляция VS ставки



Источник: ЦБ РФ

Прогноз основных социально-экономических индикаторов РФ на 2013-2014 гг.

	2011	2012	2013П ЗЕНИТ	2014П ЗЕНИТ	2014П МЭР
ВВП, %	4.3	3.4	1.5	2.3	3.0
Инфляция, %	6.1	6.6	6.5	5.5	5.6
Промпроизводство, %	4.7	2.6	0.4	1.5	2.2
Исполнение бюджета, % к ВВП	0.8	0.5	-0.2	-0.5	-0.9
Торговый баланс, млрд долл.	196.8	192.3	165.0	150.0	153.0
Текущий счет, млрд долл.	101.1	75.0	40.0	15.0	28.0
Инвестиции в осн. капитал, %	10.8	6.6	-0.5	1.5	3.9
Уровень безработицы, %*	6.8	5.7	5.3	5.5	5.7
Розничные продажи, %	7.1	6.3	3.9	3.5	4.0
Динамика иностр. капитала, млрд долл.	-81.3	-54.6	-60.0	-50.0	-25.0
Ставка аукционного репо ЦБ, 1 день, %*	5.25	5.50	5.50	5.00	-
Внешний долг, млрд долл.*	545.3	595.0	730.0	860.0	-
ЗВР, млрд долл.*	498.0	537.0	515.0	490.0	-
Курс доллара, руб.*	32.0	31.0	32.5	34.0	33.4**
Курс евро, руб.*	41.4	39.9	44.5	44.9	43.4**
Курс бивалютной корзины, руб.*	35.9	35.0	38.0	38.9	37.9**
Нефть Brent, долл. за барр., сред. за год	109.0	111.0	107.0	105.0	101.0

*На конец периода **среднее за период

Долговой рынок: ставка на наклон кривой UST, розничные банки и процентную политику ЦБ РФ

Долговые рынки остались в аутсайдерах уходящего года. Рост доходностей UST и расширение спредов EM обеспечили инвесторам минимальные доходы за последние 3 года. Российский сегмент, хотя и выглядел лучше средней динамики EM, но также показал более чем скромный результат по историческим меркам. Тем не менее, на сегодня доходности UST уже имеют ограниченный потенциал роста, что открывает возможности получения дохода от возросшего наклона среднего участка кривой. Рублевый рынок также показал довольно скромные результаты, не оправдав расчеты инвесторов на снижение ставок ЦБ. Тем не менее, смягчение процентной политики сохраняет актуальность на фоне замедления инфляционных процессов и открывает возможности заработка за счет снижения доходностей рублевых активов в 2014г.

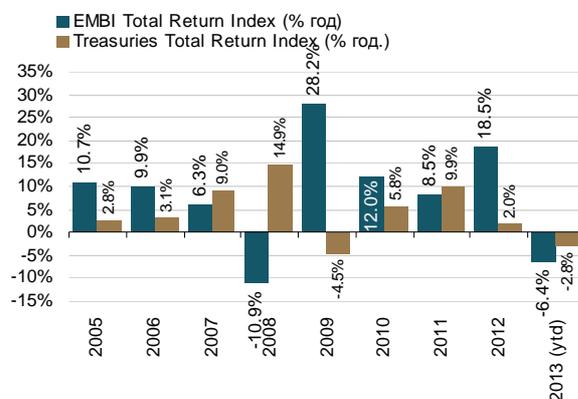
Еврооблигации: итоги 2013г.

- 2013г. стал сложным для инвесторов в долговые рынки. Восстановление экономики США и изменение риторики ФРС привели к росту доходностей UST и переоценке ставок облигаций развивающихся стран. Так, вложения в безрисковые активы (Treasuries total return index) принесли отрицательную доходность (-2.8% 2013 YTD), совокупный доход широкого индекса EMBI Global также находился в отрицательной зоне (-6.4% 2013 YTD). Примечательно, что одновременное снижение индексов совокупного дохода UST и EMBI произошло впервые с 2000г.
- Российский сегмент выглядел несколько лучше средней динамики EM. Тем не менее, совокупный доход по российским портфелям корпоративного и суверенного индексов EMBI лишь в начале декабря вышел в область положительных значений.
- С точки зрения оценок кредитного риска, Россия по-прежнему находится в числе наиболее надежных заемщиков из числа развивающихся экономик. 5-летние CDS на Россию в 2013г. получили дисконт к CDS на риск Бразилии: среднегодовой размер дисконта составил порядка 25 бп, против среднегодовой премии в 40 бп за 2012г. Премия российского CDS к риску Мексики также заметно сузилась и в среднем за год составила порядка 15 бп против 65 бп в 2012г.
- Российский корпоративный сектор торговался с опережением суверенных бумаг и по итогам года ликвидировал довольно широкую по историческим меркам премию к суверенной кривой. В качестве наглядного аналога величины премии корпоративных выпусков к российской суверенной кривой можно использовать разницу в спредах по корпоративному и суверенному портфелю индексов EMBI. Такое сравнение показывает, что по итогам 2013г. средняя премия корпоративного сектора к суверенной кривой сузилась более чем на 40 бп и сегодня находится, как минимум, на 20 бп ниже средних значений последних 4 лет; а от минимальных уровней весны 2011г. текущую премию отделяют всего 50 бп.

Тренды 2014г.

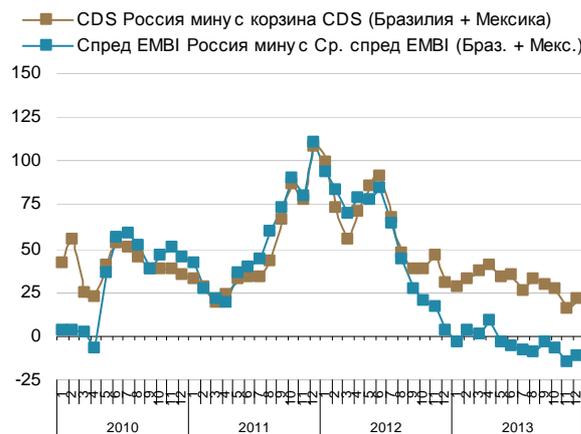
- Укрепление экономики США и перспектива выхода ФРС из стимулирующих программ открывает дальнейшие возможности для роста доходностей UST. Тем не менее, доходности гособлигаций США имеют ограниченный потенциал роста, учитывая, что за последние полгода они уже увеличились на более чем 100 бп. По нашим оценкам, доходности 10-летних UST по итогам года могут прибавить порядка 50 бп и достичь

Индексы совокупного дохода UST и EM 2005-2013гг.



Источник: Bloomberg

Сравнение CDS и суверенных спредов России, Бразилии и Мексики, 2009-2013гг.



Источник: Bloomberg

уровня 3.4%.

- Рост доходностей UST по-прежнему останется основным движущим фактором облигаций EM. Более того, снижение объемов монетарного стимулирования станет дополнительным фактором оттока капитала из развивающихся экономик, что ослабит их платежные балансы и будет иметь негативную проекцию на спреды.
- Российская экономика постепенно теряет ключевые факторы привлекательности в глазах глобальных инвесторов. Рост ВВП в 2013г. отстает от показателей сопоставимых EM, наш прогноз роста на 2014г. составляет 2.3%, что также заметно ниже сопоставимых экономик развивающихся стран. Преимущество экономики в виде «двойного профицита» может быть также потеряно в ближайший год. В 2013г. Россия получит дефицит бюджета, а уже во 2П14 существует высокая вероятность возникновения дефицита текущего счета даже в том случае, если стоимость нефти сохранится выше отметки \$100/барр.
- Тем не менее, мы полагаем, что в этих условиях переоценка российского риска – угроза довольно отдаленного будущего. Для пересмотра взглядов инвесторов на суверенный риск России к вышеперечисленным проблемам необходимо добавить очевидные свидетельства неадекватности правительственной политики роста, а также перспективы увеличения долговой нагрузки ближе к средним уровням EM – т.е. 30-40% ВВП, что не является перспективой ближайших лет. На наш взгляд, в 2014г. суверенный спред России (EMBI + Russia Sovereign Spread) будет выглядеть несколько лучше средней динамики EM, но при этом расширится не менее чем на 50 бп.
- Корпоративные спреды также находятся вблизи минимальных значений и, на наш взгляд, имеют немного шансов показать лучшую динамику по сравнению с суверенным долгом. В пользу такого сценария, в частности, говорят слабые показатели большинства корпоративных отчетов, а также преимущественно негативный баланс рейтинговых действий в рамках российского сегмента.

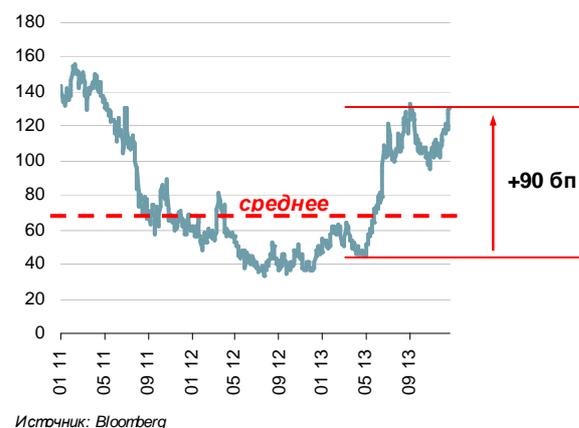
EMBI+ Russia Corp Spread минус EMBI+ Russia Sovereign Spread 2009-2013гг.



Инвестиционные возможности: используем наклон кривой и широкие спреды розничных банков

- Перспектива роста доходностей базовых активов и негативная динамика спредов EM оставляют немного возможностей для привлекательных инвестиционных стратегий в 2014г. На наш взгляд, среди тех, которые можно использовать в будущем году, стоит выделить быстрый рост наклона кривой UST на участке 2-5 лет, а также стремительное бегство инвесторов из сектора розничных банков.
- 2014 год может стать последней возможностью для совершения roll-down, используя крутой наклон кривой UST. Спред на участке 2-5 лет с мая 2013г. расширился на 90 бп и составляет порядка 120 бп – максимальные уровни с середины 2011г; текущий наклон кривой также примерно на 40 бп выше средних значений за последние 3 года. Поскольку условия, необходимые для начала повышения ставок ФРС, вряд ли будут достигнуты ранее 2П15, доходности 2-3-летних UST имеют весьма ограниченный потенциал роста и дают инвесторам возможность получить дополнительный доход за счет наклона кривой. Необходимым условием для такой стратегии является минимизация риска расширения спредов, поэтому для этих целей стоит ориентироваться на корпоративный выпуск 1 эшелона, которые имеют лишь небольшой риск «отстать» от

Спред 2-5 летних UST, 2011-2013гг.



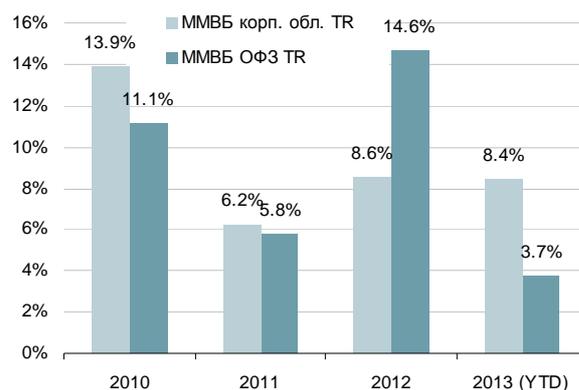
суверенных бумаг. В условиях сегодняшнего рынка для этих целей можно выделить 4-5-летние бумаги высокого кредитного качества, к примеру: GAZPRU18, VTB18 (6.315), SBERRU19, NLMKRU19, LUKOIL19, CHMFRU18, TMENRU18. Средняя дюрация такого портфеля равна 4.3 года, а его спред к кривой UST – 280 бп. Совокупный доход от таких вложений за год составит не менее 5% даже в том случае, если доходности на участке кривой UST 3-4 года за год вырастут на 50 бп, что само по себе уже является довольно мрачным сценарием.

- Распродажа выпусков розничных банков в последние 2-3 месяца имела стремительный характер. Отказ инвесторов от такого риска происходил на фоне ревизии их рейтингов со стороны агентств, новых мер ЦБ, ужесточающих требования к розничным портфелям, а также данных отчетности, показывающих замедление роста бизнеса и увеличение показателей просрочки. На этом фоне спреды выпусков ТКС Банка, Русского Стандарта, ХКФ Банка и Ренессанс Кредита за последние 3 месяца расширились в среднем более чем на 100 бп. Вместе с тем, стоит помнить, что сектор неоднороден, а бизнес-модель отдельных банков на сегодня имеет весьма существенный запас прочности. В частности, процентная маржа например, ХКФБ и ТКС Банка, позволила бы им без ущерба капиталу перенести рост стоимости риска в полтора раза. А для того, чтобы эти банки потеряли половину капитала и снизили его достаточность ощутимо ниже отметки 10%, стоимость риска должна вырасти в 2.5 раза, а уровень просрочек в портфеле – превысить отметку 20-25%. Стоит помнить, что розничные портфели имеют небольшую срочность (около года в наиболее рискованных сегментах), при этом сегодня большинство банков начали ужесточать стандарты кредитования. На наш взгляд, все это является весомыми аргументами для включения выпусков розничных банков в портфели.

Рублевые облигации: итоги 2013г.

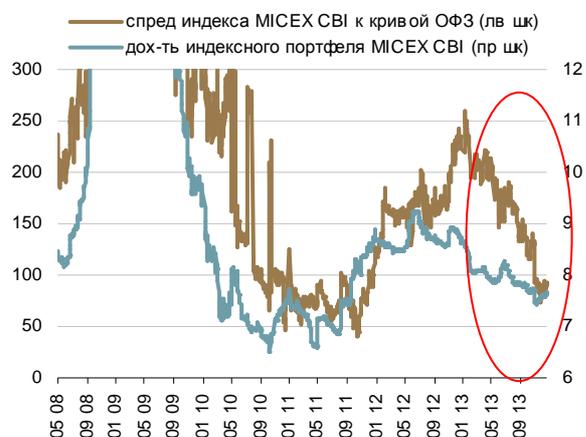
- Рублевые облигации показали слабый результат по итогам 2013г. Доходности на дальнем участке кривой ОФЗ за год выросли примерно на 100 бп. В основе такого движения рынка лежал целый комплекс причин, главные из которых: слабый внешний фон, чрезмерные ожидания либерализации рынка ОФЗ, которые по факту не привели к ажиотажному спросу нерезидентов, но повысили его волатильность, а также просчеты большинства инвесторов относительно несостоявшегося снижения ставок ЦБ.
- Совокупный доход от владения индексным портфелем ОФЗ RGBI (TR) в 2013г. составил всего 3.7% (YTD), что стало худшим результатом за 4 последних года. Корпоративные выпуски выглядели заметно лучше госбумаг: совокупный доход по портфелю индекса корпоративных облигаций ММВБ МIСЕХ СВI (TR) составил 8.4% (YTD) и в целом оправдал ставку на сужение чрезмерно широких корпоративных спредов.
- К концу 2013г. спред корпоративного индекса ММВБ вернулся в район исторически минимальных уровней. Отчасти это стало результатом избыточно широких премий и большей ценовой устойчивости корпоративных выпусков по сравнению с ОФЗ. Другая причина – повышение среднего «уровня качества» индекса, т.е. изменения структуры индексного портфеля и увеличение в нём доли выпусков инвестиционной категории, имеющих узкие спреды к ОФЗ. Прошлогоднее ужесточение ЦБ правил расчета рыночного риска облигационных портфелей сместило предпочтения банков в выпуски эмитентов, имеющие рейтинги не ниже уровня «ВВВ-». Таким образом, изменения в структуре индекса, по сути, лишь отразили рыночный тренд.

Совокупный доход индексов ОФЗ (RGBI), корпоративного МIСЕХ СВI, 2010-2013гг.



Источник: Bloomberg, Московская Биржа, расчеты Банка ЗЕНИТ

Спред корпоративного индекса облигаций ММВБ МIСЕХ СВI к кривой ОФЗ, 2008-2013гг.



Источник: Московская Биржа, ЦБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Перспективы 2014г.

- В течение 2014г. ОФЗ будут испытывать противоположные воздействия ряда факторов. В частности, негативно для рынка выглядят перспективы ужесточения внешних условий и слабеющий рубль. Позитивно – замедление инфляционных процессов и всё более отчетливая перспектива снижения ставок ЦБ.
- Высокую важность имеют временные ожидания этих процессов. В то время как с точки зрения внешней конъюнктуры и перспектив рубля более тревожно выглядит первое полугодие будущего года, декабрьское заседание ЦБ пролило свет на планы регулятора заняться снижением ставок не ранее второй половины 2014г. Для долгового рынка это может означать период повышенной волатильности, предшествующий периоду снижения ставок, а для инвесторов – дополнительные возможности для формирования портфелей.
- Ожидаемые всеми события, намеченные в плоскости регулирования рынка – либерализация корпоративного сегмента для иностранных участников и возможное снижение налоговой нагрузки на ОФЗ – по-видимому, не приведут к значительной переоценке или изменению инвестиционных предпочтений между различными категориями инструментов. Локальные корпоративные выпуски вряд ли привлекут массовый интерес нерезидентов. Во-первых, локальные облигации не дают прямых премий к рублевым евробондам, а относительно долларовых евробондов имеют более узкие спреды к кривым денежного рынка в соответствующих валютах. Во-вторых, довольно критично выглядят различия в эмиссионных юрисдикциях и степени обеспечения прав кредиторов. Инвестиционные предпочтения локальных инвесторов будут по-прежнему определяться требованиями ЦБ к расчету рыночного риска портфелей. Это во многом исключает смещение спроса вверх по доходности и по уровню кредитного риска.
- С точки зрения исторической динамики, корпоративные спреды имеют весьма ограниченный потенциал сужения, не превышающий 25-50 бп для отдельных выпусков 1 и 2 эшелонов. Ключевыми факторами спроса на качественный корпоративный долг со стороны локальных инвесторов по-прежнему останется наличие премий к ОФЗ, минимальная расчетная нагрузка на капитал, небольшие дисконты при рефинансировании в ЦБ, умеренная в сравнении с ОФЗ ценовая волатильность.
- Можно выделить 2 второстепенные (относительно снижения ставок ЦБ) причины, также обеспечивающие спрос на ОФЗ и способные в значительной мере нивелировать влияние со стороны слабеющего рубля и, возможно, не самых благоприятных внешних условий. Во-первых, спрос на рынке госбумаг технически поддерживает еще более возросшая зависимость банков от ликвидности, получаемой по каналам репо ЦБ. Во-вторых, рост доходностей среднесрочных (до 5 лет) ОФЗ более чем на 75 бп за 2013 г. приблизил их к стоимости долгосрочных банковских пассивов, что также должно добавить устойчивости среднему участку кривой.

Инвестиционные возможности: ОФЗ с минимальной чувствительностью к валютному рынку

- Замедление инфляции и перспектива снижения ставок ЦБ – основные возможности предстоящего года, которые стоит использовать инвесторам на долговом рынке. Основные угрозы представляют слабеющий рубль и внешние условия, в частности, изменения в монетарной политике ФРС, которые могут добавить волатильности доходностям рублевых активов.

Разница между доходностью 5-летних ОФЗ и стоимостью долгосрочных банковских пассивов, 2011-2013гг.



Источник: ЦБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Чувствительность доходностей ОФЗ к курсу USD/RUB, 2013г.



Источник: ЦБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

По нашему мнению, интересным инструментом в наступающем году являются ОФЗ с погашением 3-5 лет. С одной стороны, наклон на этом участке кривой за последний год вырос как минимум на 50 бп и сегодня достиг максимальных значений с первого полугодия 2012г. С другой стороны, чувствительность 3-5 летних ОФЗ к валютному курсу существенно ниже, чем у долгосрочных бумаг, что должно уберечь инвесторов от лишней волатильности в случае усиления давления на рубль и реализации внешних опасений. Для этих целей, к примеру, подойдут ОФЗ 25081, 26204, 26208. В случае реализации ожиданий снижения ставок ЦБ по итогам года на 50 бп, совокупный доход от владения таким портфелем, по нашим расчетам, может составить порядка 9% годовых. При таких же условиях доход от портфеля аналогичной дюрации (порядка 3.8 года), включающего корпоративные выпуски 1 эшелона со спредом к кривой ОФЗ не менее 100 бп мог бы составить, по нашим расчетам, порядка 10%.

КРЕДИТНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

Металлургия

Черная металлургия

НЛМК (ВВ+/Ва3/ВВВ-), Северсталь (ВВ+/Ва1/ВВ), ММК (-Ва3/ВВ+), Евраз (В+/Ва3/ВВ-)

Уходящий год, как и предыдущий 2012 г., стал достаточно непростым для российских компаний, относящихся к металлургическому и горнодобывающему сектору. По итогам 9М13 выплавка стали в целом по России сократилась на 3.1% г/г, в то же время, среди отдельных крупнейших производителей не сформировалось единой динамики: если Металлоинвест, Мечел и ММК по итогам 9М13 отчитались о снижении объемов выпуска стали на 10-30% г/г, то Евраз и НЛМК сохранили выплавку на уровне прошлого года. Если обратиться к отчетам производителей, доходы которых формируются, главным образом, за счет продажи металлургической продукции (НЛМК, ММК, Евраз, Северсталь), то нужно отметить, что компаниям, в основном, удалось сохранить объемы производства товарной продукции на близких к прошлому году уровнях, при этом, вероятно, стоит выделить ММК, который хоть и снизил производство почти на 6.4% г/г, но, в то же время, улучшил продуктовый микс, нарастив выпуск высокомаржинальной продукции на 9.4% г/г. Лучшие же операционные результаты показала Северсталь, которой по итогам 9М13 удалось увеличить общие продажи, в том числе проката на 3.9% г/г, продукции конечного передела – на 4.5% г/г.

С точки зрения динамики финансовых результатов отметим, что сохранившие в течение 2013 г. понижательный тренд цен на металлургическую продукцию стал основной причиной сокращения выручки и EBITDA компаний. Так, Северсталь, НЛМК и ММК снизили выручку на 10%-13% г/г, тогда как Евраз показал лучший результат по выручке – снижение составило лишь 3.4% г/г, однако здесь нужно принимать во внимание, что актуальная отчетность по компании доступна лишь за 1П13. Проведя сопоставление темпов снижения EBITDA г/г, отметим, что для Северстали и Евраза было характерно менее драматичное сокращение EBITDA по сравнению с НЛМК и ММК.

Общим моментом для всех металлургов в 2013 г. стал фокус на поддержании достаточного уровня ликвидности в условиях сжимающегося операционного денежного потока. Так, все рассматриваемые компании отразили в финансовой отчетности сокращение расходов на капитальные вложения по сравнению с аналогичными периодами 2012 г. (впрочем, здесь свой вклад во многом внесло завершение ряда капиталоемких проектов в 2012 г. и начале 2013 г.). Кроме того, производители объявили о снижении общей величины планируемых на 2013 г. инвестиций по сравнению с первоначальными ориентирами. Лидером здесь стал НЛМК, который снизил капитальные инвестиции более чем на 40% г/г. Значительных успехов в части сокращения капвложений добился и ММК, снизив их на треть. Северсталь и Евраз в этой части продемонстрировали куда более скромные результаты.

Еще одной общей чертой для металлургов в 2013 г. стала консервативная политика в области управления долгом. Так, НЛМК, Северсталь и ММК сокращали долг в течение года, стремясь компенсировать негативное влияние снижения EBITDA и сокращения ликвидности на баланс, и затормозить рост долговой нагрузки. Лучше в этом процессе выглядел НЛМК, хуже – Евраз, который, на наш взгляд, исчерпал лимит безболезненного увеличения левереджа, что чревато изменением в восприятии инвесторами кредитного риска Евраза и потерей им ВВ-рейтинга.

В целом же, за год компании получили нейтральный баланс рейтинговых оценок: действия рейтинговых агентств говорят об отсутствии единой тенденции на ухудшение восприятия всего сектора в целом, а изменение оценок носит индивидуальный характер.

Единственное по-настоящему крупное M&A-событие среди металлургов в уходящем году было также связано с Евразом. Им стала сделка по консолидации крупного производителя коксующегося угля Распадской, которая была согласована в 4К12 и окончательно закрыта уже в январе 2013 г. Напомним, что до сделки эффективная доля владения Евраза в Распадской составляла 41%, а после ее завершения доля выросла до 82%. Отметим, что сделка была обусловлена сложившейся на тот момент ситуацией, в которой Распадская выступала для Евраза в роли «чемодана без ручки». После резонансной крупномасштабной аварии на шахтах Распадской в мае 2010 г. компания достаточно долго вела восстановительные работы, к чему добавилось существенное снижение цен на коксующийся уголь. Евраз потратил немало времени на поиск покупателя на свою долю, однако эти поиски не увенчались успехом. Нужно признать, что покупка вывела Евраз в лидеры по добыче коксующегося угля в России и сделала вторым, после Северстали, металлургом, полностью обеспеченным собственным базовым сырьем. Однако при этом пока не принесла компании каких-либо непосредственных дивидендов, поскольку весь 2013 г. был, по сути, посвящен интеграции бизнеса Распадской в структуру Евраза. С другой стороны, здесь слабая конъюнктура на рынке металлургического сырья сыграла уже в пользу Евраза, позволив приобрести фундаментально хороший актив с заметным дисконтом. Более того, Евразу удалось удачно структурировать условия сделки, в соответствии с которыми ее денежная составляющая была ограничена 202 млн. долл., выплата которых, ко всему, была растянута на несколько этапов с финальным платежом в 1К14, а основная стоимость приобретения была оплачена акциями.

С учетом достаточно умеренных прогнозов относительно динамики цен на металлургическую продукцию в следующем году, мы полагаем, что финансовые результаты металлургов могут продолжить ухудшаться, но, в таком случае, масштабы дальнейшего ухудшения, на наш взгляд, будут достаточно ограничены. Мы полагаем, что НЛМК, Северсталь и ММК будут стараться не допустить дальнейшего роста соотношения чистого долга к EBITDA LTM существенно выше уровня в 2.5x. Более сложная задача будет стоять перед Евразом. Мы полагаем, что по итогам 2013 г. долговая нагрузка компании превысит уровень в 4x чистый долг/EBITDA LTM, и ее дальнейшее увеличение может вызвать нежелательные для компании ассоциации с началом того пути, по которому ранее двигался Мечел. На наш взгляд, Евразу стоило бы перенести фокус усилий на опережающее снижение долга, тем более что возможности компании в части снижения долга с точки зрения управления оборотным капиталом и инвестиционным бюджетом, на наш взгляд, далеко не исчерпаны. Кроме того, не исключено, что в течение 2014 г. Евраз начнет реализовывать позитивный синергетический эффект от интеграции бизнеса Распадской. С точки зрения динамики спрэдов по долговым бумагам, отметим, что спрэды как по рублевым, так и по еврооблигациям Евраза несколько расширились к концу года на фоне ухудшения кредитных метрик компании. Так, средний спрэд рублевых бумаг Евраза к ОФЗ увеличился до 360-370 бп к ОФЗ (в начале года он составлял около 300 бп), премия бумаг к кривым ММК и НЛМК превысила 200 бп. В то же время, средний спрэд еврооблигаций к суверенной кривой на конец года превысил уровень в 400 бп (в начале года – около 360 бп), а премия к выпускам Северстали и НЛМК достигла 230-240 бп. Очевидно, что дальнейшая динамика спрэдов по бумагам Евраза будет зависеть, в первую очередь, от успехов компании в части усиления своего кредитного профиля. В связи с чем инвесторам с высокой толерантностью к риску, на наш взгляд, может быть интересна покупка бумаг компании в надежде на улучшение финансового состояния в будущем году, которое найдет отражение и в росте котировок.

В отношении бумаг НЛМК, Северстали и ММК ситуация более предсказуемая. На рублевом рынке спрэды бумаг НЛМК и ММК к ОФЗ сокращались в течение года и к концу года установились на уровне 140-160 бп к ОФЗ, при этом выпуски ММК продемонстрировали лучшую динамику. Так, если средний спрэд рублевых бумаг НЛМК сузился примерно на 30 бп к концу года, то для ММК сужение спрэдов составило порядка 100 бп, причем премия бумаг ММК к кривым близким по дюрации выпускам НЛМК сократилась с 70-80 бп до минимальных 20 бп на конец года, что может свидетельствовать о некоторой переоцененности облигаций ММК. На рынке еврооблигаций сравнение опять же будет, скорее, в пользу выпусков Северстали, чем НЛМК – спрэды бумаг обеих компаний на конец года составили порядка 180-190 бп к суверенной кривой (за исключением самого длинного выпуска Северстали с погашением в 2022 г.). Отметим, что премия Северсталь'22 к кривой госбумаг достигала, одно время, около 280 бп, что делало выпуск одной из наиболее интересных идей, которую и отыграли к концу года – спрэд по бумаге сократился до 210 бп. Нужно отметить, что и в целом облигации Северстали выглядели предпочтительнее. Так, средняя премия Северстали к НЛМК по более коротким (в пределах 4-летнего отрезка дюрации) выпускам сократилась с 30-40 до минимальных 10-20 бп, а премия Северсталь'22 к более коротким бумагам НЛМК с 4-5-летней дюрацией сократилась с 50 бп до 30 бп к концу года. Подводя итог, отметим, что, на наш взгляд, как рублевые бумаги, так и еврооблигации качественных металлургов хоть и сохраняют достаточно ограниченный потенциал сужения спрэдов (в пределах 50 бп), но реализован в будущем году он будет лишь в случае заметного, и что более важно, устойчивого роста цен на продукцию к чему, на текущий момент, не так много предпосылок.

Горнодобывающие компании

Металлоинвест (BB-/Ba2/BB-)

С Металлоинвестом ситуация более-менее ясна: компании принадлежат фундаментально очень качественные активы, а демонстрируемая динамика операционных результатов и финансовых показателей есть, скорее, следствие неподконтрольных внешних факторов в виде слабого спроса на сырье, влекущего за собой и снижение цен. Впрочем, даже в достаточно неблагоприятных условиях компания оказалось по силам обеспечить минимальное сокращение производства ключевых видов продукции. Так, производство окатышей за 9М13 снизилось лишь на 1.8% г/г, товарной железной руды – на 4.4% г/г, тогда как производство ГБЖ/ЛВЖ и вовсе чуть подросло (на 1.4% г/г). Решающее влияние на финансы компании, как и в случае с металлургами, оказало сокращение цен на продукцию, которое по итогам 9М13 привело к снижению выручки Металлоинвеста на 14% г/г и EBITDA – на 23.2% г/г. В то же время отметим, что рентабельность по EBITDA компании хоть и заметно снизилась по сравнению с прошлым годом (на 3.7 пп), но все же сохранилась на весьма высоком уровне, составив 30.8%. Генерируемый компанией в условиях операционный денежный поток позволяет рассчитывать на то, что даже сохранение во 2П13 несколько «агрессивного» похода к финансированию капложений не сильно отразится на долговой нагрузке и ликвидности Металлоинвеста. В апреле 2013 г. агентство S&P подтвердило рейтинг Металлоинвеста на уровне BB- с «позитивным» прогнозом, Fitch подтвердил рейтинг на уровне BB-, улучшив прогноз по рейтингу до «позитивного», а Moody's и вовсе повысило компании рейтинг на одну ступень (до Ba2), установив по нему «стабильный» прогноз.

На наш взгляд, сохранение невысоких цен на металлургическое сырье в течение следующего года будет продолжать оказывать давление на кредитные метрики компании. Вероятно, мы увидим дальнейшее сокращение финансовых результатов, которое, вместе с тем, будет происходить с меньшими темпами по сравнению с 2013 г. Вместе с тем, мы полагаем, что высокая маржа и устойчивый денежный поток может позволить Металлоинвесту проводить достаточно консервативную долговую политику в течение следующего года и удерживать уровень долговой нагрузки в терминах чистой долга/EBITDA LTM в пределах 3.0-3.2x даже в случае реализации не лучшего ценового сценария на рынке ЖРС. С точки зрения долговых бумаг компании, отметим, что спрэды рублевых бумаг не сильно изменились в течение 2013 г. и к концу года установились на уровне не более 200 бп к ОФЗ, предлагая премию порядка 30-50 бп к выпускам ММК и НЛМК. На рынке евробондов спрэды 2-х выпусков компании немного скорректировались в течение года и составили, в среднем, около 240 бп к суверенной кривой к концу года. Таким образом, евробонды Металлоинвеста по-прежнему более привлекательны по сравнению с рублевыми бумагами и предлагают немного большую премию (около 50-60 бп) к выпускам НЛМК и Северстали. Мы не исключаем, что сокращение премии к металлургам, в первую очередь на евробондах, может продолжиться и в следующем году, поскольку единственным слабым местом Металлоинвеста по сравнению с НЛМК, Северсталью и ММК является более высокий уровень долговой нагрузки. В то же время, нужно помнить, что компания обладает наиболее качественными активами среди производителей металлургического сырья, а по уровню операционной рентабельности в разы превосходит металлургов.

Мечел (Moody's: B3/Negative)

В 2013 г. с Мечелом происходила совсем другая, драматичная, история. Кредитный профиль Мечела уже в начале 2013 г. пребывал далеко не в лучшей форме, агентство Moody's понизило кредитный рейтинг Мечела (с «B2» до «B3» с «негативным» прогнозом) в марте 2013 г., еще до публикации отчетности за 2012 г. В опубликованном летом финансовом отчете за 1К13 компания отразила снижение выручки на 15.9% г/г, EBITDA – на 56.9% г/г (рентабельность по EBITDA снизилась до 8.5%), при этом долговая нагрузка побила очередной рекорд, достигнув уровня 9.1x в терминах чистой долга/EBITDA LTM. После публикации финансовой отчетности за 1К13 компания, видимо, решила больше не расстраивать инвесторов и отказалась от публикации отчета по итогам 1П13. Впрочем, нужно все же признать, что Мечел продолжал исправно публиковать ежеквартальные отчеты об операционных результатах, которые, впрочем, выглядели куда менее устрашающе, чем динамика финансов. Так, по итогам 9М13 компания сократила объемы выплавки стали на 28.5% г/г, зато общая добыча угля сохранилась практически на уровне прошлого года.

За исключением операционных отчетов новостной поток по компании в течение первых 10 месяцев 2013 г., в основном, сводился к сообщениям о продаже Мечелом различных зарубежных активов в металлургии и энергетике, одни по символическим ценам (например, предприятия в Румынии и Британии) или и вовсе за долги (лишь бы те перестали генерировать убытки), другие сделки носили более серьезный характер (сделка по продаже ферросплавных активов за 425 млн. долл.). Кроме того, до середины года Мечел искал портфельного инвестора на 25% в своей ключевой дочке «Мечел-Майнинг», однако в итоге поиск покупателя был приостановлен. Тогда же летом в список активов на продажу попал и единственный американский актив (Mechel Bluestone), нерентабельный при текущих ценах на уголь. Предпродажная подготовка должна была стартовать в октябре-ноябре, однако на текущий момент в публичном поле на этот счет не было никаких новостей.

Среди масштабных событий 2013 г. стоит, на наш взгляд, отметить получение от ВЭБа проектного финансирования на развитие Эльги и дальнейшее развитие эпопеи с активами, приобретенными компанией у Эстара. Ситуация вокруг Эльги разрешилась в благоприятном для компании ключе. Во-первых, Мечелу удалось сохранить лицензию на месторождение, договорившись об удлинении сроков реализации проекта на несколько лет. Во-вторых, компания получила госфинансирование на развитие месторождения в виде кредита от ВЭБа объемом 2.5 млрд. долл. и сроком на погашения 13.5 лет (по кредиту также предусмотрена отсрочка погашения до 2017 г.). Кроме того, было принято решение о дальнейшем развитии Эльги в форме проектного финансирования: лицензия на освоение и имущественный комплекс были переведены на специально созданную проектную компанию Эльгауголь, в которой ВЭБ получил в качестве залога долю в 49%. Такая структура финансирования проекта вновь позволила Мечелу избежать негативной проекции на его долговую нагрузку. Наконец, к некоему логическому финалу подошла история с активами и долгами группы Эстар. Напомним, что в начале октября арбитражный суд признал обязательство группы Эстар перед Мечелом на 740 млн. долл., теперь компании отойдут заложенные по кредиту активы группы. Часть полученных активов Мечел намерен обанкротить, чтобы не утяжелять свой баланс, а наиболее привлекательные из них попытается продать (по большому счету, к этой категории можно отнести, разве что, ЗМЗ, за который можно выручить порядка 100 млн. долл.). По нашим оценкам, даже при самом оптимистичном развитии событий, Мечелу вряд ли удастся вернуть более 20% от признанных судом обязательств группы Эстар. Вместе с тем, действия Мечела по отношению к группе Эстар, на наш взгляд, носят по большей части технический характер, поскольку ранее основатель Эстара Вадим Варшавский вновь получил контроль над ее наиболее привлекательными активами (в частности, над ДЭМЗ в обмен на обязательство погасить долг завода перед Мечелом на 81 млн. долл.), что, насколько мы понимаем, стало возможным только с согласия Мечела.

Однако наибольшие накал и драматизм происходящие вокруг Мечела события приобрели, без сомнения, в ноябре 2013 г. Так, произошедшее без видимых причин утром 13 ноября снижение на 5-6% котировок облигаций Мечела спровоцировало слухи, что компании не удается согласовать с банками очередные ковенантные каникулы, что, в свою очередь, привело к панической распродаже ее бумаг. По итогам дня, на фоне заметно выросших торговых оборотов, капитализация Мечела рухнула на Московской бирже на 40%, а на NYSE падение превысило 20%. Последовавшие со стороны самой компании и основных банков-кредиторов заверения о позитивном характере идущих переговоров смогли успокоить инвесторов, бумаги компании отыграли большую часть падения, однако их волатильность продолжала оставаться высокой. К концу ноября, Мечел сообщил об успешном достижении договоренностей о введении ковенантных каникул по кредиту на 1 млрд. долл., предоставленному синдикатом преимущественно западных банков. В частности, банки согласились не тестировать в 2014 г. ковенанты, ограничивающие уровень долговой нагрузки и общую величину долга компании. В начале декабря Мечел сообщил, что достиг соглашения по ковенантным каникулам с одним из своих ключевых кредитором ВТБ (задолженность перед Сбербанком, ГПБ и ВТБ формирует 2/3 долгового портфеля компании). Соглашение касается кредитных линий ВТБ на общую сумму в 1.8 млрд. долл. и устанавливает каникулы до конца 2014 г.

Наши ожидания относительно дальнейших перспектив Мечела в 2014 г. можно свести к следующему: мы полагаем, что кредитный профиль Мечела в 2014 г. останется очень слабым в свете сохранения рекордного уровня долговой нагрузки, дефицита собственной ликвидности и

небольшой вероятностью позитивной динамики в ценах на уголь. В то же время, мы оцениваем вероятность полноценного дефолта Мечела по долговым обязательствам в 2014 г. как невысокую. Напомним, что уже в январе-феврале компании предстоит пройти offer по 4-м облигационным выпускам общим объемом 20 млрд. руб. В реальности, сумма предъявляемых требований будет на четверть меньше (выпуск Мечел 04 был полностью выкуплен с рынка в ходе предыдущих offer), что, однако, не сильно поможет компании, которая вряд ли сможет (без критических для себя последствий) изъять из оборота такую сумму. На наш взгляд, единственным конструктивным выходом из этой ситуации остается рефинансирование Мечела со стороны госбанков, которые, вероятно, будут далеко не в восторге от этой перспективы, однако, альтернатива в виде непредставления помощи выглядит еще менее привлекательно. Во-первых, частные банки точно не захотят ввязываться в эту историю в силу слишком высоких для них рисков, к тому же на правах потенциально младших по отношению к госбанкам кредиторов, контролирующим основную часть долга компании. Во-вторых, задолженность Мечела достигла тех масштабов, когда представляет ровно такую же проблему для кредиторов, как и для самой компании. Наконец, даже потенциально возможная реструктуризация публичного долга все равно будет иметь эффект скрытого дефолта, который приведет к мгновенному и, надо думать, весьма значительному ухудшению восприятия кредитных рисков сектора в целом. Последствия такого события ударят, в первую очередь, по РУСАЛУ, финансовое положение которого, может быть, ненамного лучше, чем у Мечела, а также по Евразу, который характеризуется повышенным уровнем долговой нагрузки. Впрочем, и другие игроки вряд ли обрадуются ухудшению условий и доступности финансирования. Дальнейшее развитие событий в рамках такого негативного сценария вполне может привести к тому, что госбанкам придется экстренно предоставлять помощь уже трем крупным компаниям вместо одной. Подводя итог, отметим, какой-то заметный делеверидж Мечела будет возможен, очевидно, только в случае формирования устойчивой тенденции повышения цен на коксующийся уголь (которой, насколько мы понимаем, в ближайший год ждать не стоит), да и в этом случае растянется на несколько лет.

Цветная металлургия НорНикель (BBB-/Baa2/BB+)

По итогам 9М13 НорНикель отчитался о достаточно умеренном снижении объемов выпуска никеля (на 5% г/г), а также металлов платиновой группы (платины – на 4.4% г/г, палладия – на 1.3% г/г), тогда как производство меди и вовсе увеличилось (на 1.6% г/г) на фоне роста спроса, прежде всего, со стороны китайских потребителей. С точки зрения динамики финансовых результатов, отметим, что темпы их снижения тоже были достаточно умеренными. В результате хотя компания и зафиксировала на конец 2К13 более высокую долговую нагрузку (0.9x в терминах чистый долг/ЕБИТДА LTM) по сравнению с началом года (0.5x), ее уровень по-прежнему можно назвать достаточно невысоким, при этом рост задолженности НорНикеля был обусловлен, главным образом, жесткими обязательствами по выплате дивидендов (по итогам 1П13 уже было выплачено 1.9 млрд. долл., объявленных за 2012 г.), а компания сохранила статус главной cash-cow среди российских металлургов. В то же время, НорНикель, вероятно, ощущает себя достаточно уверенно с точки зрения финансов, поскольку подтвердил ориентир по инвестициям на 2013 г. в объеме около 2.2-2.3 млрд. долл. (порядка 0.5x ЕБИТДА LTM). Это, с одной стороны, на 15-19% меньше объема капвложений 2012 г., но с другой стороны – предполагает, что основной объем расходов компании приходится на 2П13 (общие инвестиции в 1П13 составили всего около 880 млн. долл.). Впрочем, менеджмент НорНикеля сделал ожидаемую оговорку, что, в случае сокращения денежных потоков, а также удорожания или сокращения доступности фондирования, компания может пересмотреть объемы финансирования инвестпрограммы.

Основными событиями уходящего года для НорНикеля стали, на наш взгляд, урегулирование взаимоотношений между основными совладельцами компании, призванное положить конец длившейся в течение нескольких лет акционерной войне, а также принятие новой стратегии развития НорНикеля в качестве ответа на произошедшее ухудшения рыночной конъюнктуры. Также, вероятно, стоит упомянуть и поражение компании в борьбе за южный участок крупного медно-никелевого месторождения «Норильск-1» на Таймыре (запасы участка оцениваются в 851 тыс. тонн никеля, 1.2 млн. тонн меди, 36 тыс. тонн кобальта, присутствуют платиноиды и золото). Напомним, что конкурс на «Норильск-1» был проведен в 2012 г., основными претендентами выступали НорНикель и компания, представлявшая «Русскую платину» Мусы Бажаева, которой и досталось месторождение. НорНикель заявил, что результаты конкурса нелегитимны, и пытался их оспорить. В результате, спор «Русской платины» и НорНикеля с привлечением разных министерств и ведомств осенью 2012 г. перешел в судебную стадию, но суды признавали итоги конкурса законными. В августе 2013 г. «Русской платине», наконец, удалось оформить лицензию на разработку участка месторождения, при этом компания заявила, что обладает всеми необходимыми ресурсами и опытом, и не намерена привлекать к разработке месторождения НорНикель, несмотря на предложенный в ходе консультации с профильными министерствами вице-премьером Аркадием Дворковичем вариант с созданием СП, что представлялось разумным ввиду наличия у НорНикеля опыта работы в регионе, а также действующей энергетической и транспортной инфраструктуры (включая порт «Дудинка») в регионе. В целом, способности «Русской платины» в одиночку развивать добычу вызывают у нас определенные сомнения, поскольку текущие цены на никель никак не повышают привлекательность инвестиций в проект (оцениваются в 1.0-2.5 млрд. долл.), неопределенными выглядят и возможности компании в части успешного поиска необходимого финансирования. Мы предполагаем, что, с высокой вероятностью, в дальнейшем все же стоит ожидать привлечения НорНикеля для реализации проекта, либо и вовсе перехода лицензии к НорНикелю, в случае, если «Русская платина» не сможет выполнить лицензионные требования.

Представленная в октябре 2013 г. обновленная стратегия НорНикеля предполагает отказ от развития вертикальной интеграции и дальнейшего передела в пользу более маржинальной добычи и распродажу непрофильных активов в течение 2014-2016 гг. Стратегия компании также направлена на поддержание умеренных инвестиций на горизонте 2014-2016 гг., что обеспечит компании и умеренные темпы роста производства на российских предприятиях к 2016 г. Отметим при этом, что в категорию непрофильных активов попали не только, например, принадлежащие НорНикелю миноритарные пакеты акций энергетических компаний (самый крупный актив –10.67% акций Интер РАО ЕЭС), но и зарубежные производственные предприятия компании. Помимо принятия новой стратегии, НорНикель изменил и свою дивидендную политику. Заключенное в конце 2012 г. акционерное соглашение предполагало выплату дивидендов на сумму до 9 млрд. долл. по итогам 2012-2014 гг. (то есть, в среднем 3 млрд. долл. ежегодно), однако последовавшее фронтальное снижение цен на цветные металлы смешало акционерам карты. В результате, они решили скорректировать ожидания по дивидендам, чтобы не загонять компанию в долговую яму. Новая политика предусматривает, что годовые дивиденды компании за 2013-2014 гг. составят 50% от ЕБИТДА в соответствующем году, но в любом случае не будут ниже 2 млрд. долл. в год. Дивиденды за 2015 г. составят 50% от ЕБИТДА за 2015 г. плюс разница между 7 млрд. долл. и общей суммой дивидендных выплат за 2014 и 2015 гг. (с возможностью 20-процентной отсрочки выплаты до следующего года). Дивиденды после 2015 г. составят 50% от ЕБИТДА в соответствующем году. Также любой доход от продажи непрофильных активов должен быть выплачен в виде спецдивидендов, которые могут составить около 1 млрд. долл.

С точки зрения финансов, отметим, что НорНикель сохраняет устойчивый кредитный профиль, а высокая операционная рентабельность позволяет компании генерировать достаточно сильный денежный поток даже в условиях слабой конъюнктуры цен. Это нашло отражение и в действиях рейтинговых агентств, которые в течение 2013 г. подтвердили текущие рейтинги компании, при этом Moody's сохранило «стабильный» прогноз по рейтингу, S&P улучшило свой прогноз до «стабильного», а Fitch – до «позитивного». Согласно прогнозу менеджмента, долговая нагрузка компании к концу 2013 г. увеличится до 1.2-1.3x в терминах чистый долг/ЕБИТДА LTM против 0.9x на конец 2К13. Мы полагаем, что долговая нагрузка НорНикеля к концу года будет находиться ближе к нижней границе заявленного ориентира и вряд ли превысит 1.2x ЕБИТДА LTM. В 2014 г. НорНикелю потребуются средства для финансирования инвестиций и выплаты дивидендов за 2013 г. – в сумме порядка 4.3-4.5 млрд. долл., что, в отсутствие резкого изменения цен на продукцию, будет означать необходимость дополнительно привлечь около 1 млрд. долл. долга. Увеличение задолженности компании, конечно, не укрепит ее финансы, однако, не будет и драматичным для НорНикеля. По нашим оценкам, на конец 2014 г. долговая нагрузка НорНикеля сохранится на все еще достаточно комфортном уровне и составит около 1.4x ЕБИТДА LTM, опять же при условии сохранения относительно стабильных цен. С точки зрения динамики долговых бумаг, отметим, что евробонд НорНикеля, торгующийся с премией около 140 бп к суверенной кривой на дюрации в 4 года, выглядит интереснее рублевых бумаг, спред к ОФЗ которых к концу 2013 г. сузился примерно на 50 бп от значений начала года, достигнув, на наш взгляд, справедливого уровня в 120 бп на 2-летнем участке дюрации. Мы полагаем, что в 2014 г. бумаги НорНикеля будут, в основном, двигаться вместе с рынком, а потенциал

дальнейшего сужения их спредов будет ограничиваться, во-первых, высокой вероятностью того, что цены на металлы в следующем году если и будут расти, то весьма умеренно, а во-вторых, ожиданиями, связанными с дальнейшим ростом долговой нагрузки.

РУСАЛ (NR)

Русал выступает неким аналогом Мечела в секторе цветной металлургии, хотя положение компании, на наш взгляд, все же менее критично. Уходящий год без преувеличения можно назвать одним из самых сложных для компании. Русал в полной мере ощутил на себе эффект от падения цен на алюминий, снизив выпуск и объемы продаж. Средняя цена на LME за 9M13 опустилась ниже себестоимости производства компании, которая за 9M13 составила 1 919 долл. на тонну, и это притом, что РУСАЛ является мировым лидером не только по объемам производства, но и по минимальной себестоимости выпуска. В этих условиях определяющую поддержку компании оказал рост премии к цене LME за физическую поставку металла, средняя величина которой по итогам 9M13 достигла 269 долл. на тонну – на 38.7% к уровню 9M12, позволяя компании сохранить операционную безубыточность. На этом фоне РУСАЛ вполне ожидаемо продемонстрировал снижение финансовых результатов: выручка компании за 9M13 снизилась на 7.6% г/г, а EBITDA – на 20.7% г/г, в результате, уровень рентабельности по EBITDA снизился за 9M13 до минимальных 7.2% (-1.2 пп г/г). Объемы финансирования компанией капитальных расходов за 9M13 при этом даже немного выросли (на 5.8%) к уровню прошлого года, что обусловлено, прежде всего, низкой базой 2012 г. Судя по всему, РУСАЛ, насколько мог, уже сократил CAPEX в 2012 г. (на 19.5% г/г), ограничившись суммой около 500 млн. долл., которая, вероятно, является необходимым для компании минимумом поддерживающих инвестиций. Мы полагаем, что по итогам 2013 г. капвложения компании также сохранятся на близком уровне. В то же время, долговая нагрузка РУСАЛа в течение 2013 г. продолжала бить рекорды и на конец 3К13 достигла уровня 13.2x в терминах чистой долгу/EBITDA LTM. С учетом того, что величина чистого долга на конец 3К13 немного (на 6.3%), но, все же, снизилась к началу года, рост долговой нагрузки был обусловлен, главным образом, быстрыми темпами сокращения EBITDA. Кроме того, нужно отметить, что за 9M13 важнейшим источником ликвидности для РУСАЛа выступали отнюдь не его доходы от операционной деятельности, а поступления от продажи структурам Романа Абрамовича части принадлежащих РУСАЛу акций НорНикеля, а также дивиденды по акциям НорНикеля (в сумме – более чем на 1.1 млрд. долл.), за счет которых и осуществлялось погашение долга, а также финансирование выплат по процентам и, частично, капвложений.

Основные события, создававшие новостной фон РУСАЛа в течение года, сводились, главным образом, к «борьбе за живучесть» компании и включали сокращение ставшими неэффективными, с учетом сложившейся конъюнктуры, мощностей и внедрение масштабных мер по экономии на предприятиях. В августе РУСАЛ объявил о временной остановке производства алюминия на заводах дивизиона «Запад» и сокращении выпуска на сибирских предприятиях. Насколько мы понимаем, РУСАЛ намерен сдавать в аренду территорию и инфраструктуру убыточных заводов и ведет переговоры с рядом зарубежных производителей автокомпонентов. РУСАЛ рассматривает несколько вариантов сотрудничества, включая аренду либо продажу инфраструктуры законсервированных заводов, и создание СП. В любом случае, компания готова обеспечить поставки алюминия на гипотетические производства. В части сокращения инвестиций компания отказалась от строительства в порту Усть-Луга терминала для перевалки алюминия и глинозема. В качестве еще одного интересного для компании события можно отметить признание Международным коммерческим арбитражным судом в Швейцарии требований РУСАЛа на 274 млн. долл. к Таджикскому алюминиевому заводу, который является единственным алюминиевым производством в стране. Одновременно, суд отказал заводу во встречном иске к структурам РУСАЛа на 400 млн. долл. Отметим, что, хотя эти средства совсем не помешали бы обремененному долгами РУСАЛу, мы испытываем большие сомнения, что компании удастся получить от таджикских властей, которым принадлежит завод, эту сумму, эквивалентную около 2.8% ВВП Таджикистана или 10.4% его годового бюджета, по крайней мере, без значительной поддержки со стороны российского правительства.

Отметим, что остановка неэффективных производств РУСАЛа преследовало две основные цели: насколько возможно снизить себестоимость производства и содействовать стабилизации и дальнейшему развороту цен на металл за счет сокращения запасов и ограничения предложения. Текущий прогноз РУСАЛа предполагает сокращения выпуска алюминия по итогам 2013 г. на 8-9% г/г, а в 2014 г. производство должно снизиться еще на 15% к уровню 2012 г., то есть примерно до 3.55 млн. тонн, что уже будет заметно ниже уровня даже кризисного 2009 г., по итогам которого выпуск составил около 3.9 млн. тонн. Остановка неэффективных производств уже принесла РУСАЛу первые плоды с точки зрения сокращения себестоимости: в 3К13 себестоимость производства алюминия опустилась до самого низкого с конца 2010 г. уровня и составила 1 872 долл. на тонну. Впрочем, цена на металл на LME снижалась еще более быстрыми темпами и устойчиво находилась ниже уровня себестоимости РУСАЛа. Как мы уже отмечали, безубыточность компании обеспечивалась за счет реализации премии за немедленную поставку металла, и здесь к концу года у всех крупных производителей возник весьма серьезный повод для беспокойства. Дело в том, что к концу текущего года LME решила, наконец, что-то делать с собственными уже давно затоваренными складами, и с начала ноября биржа утвердила новый порядок работы официальных складов. Новый порядок подразумевает рост объемов отгрузки на 50% при стабильных объемах поступающего на склады металла, если очередь на получение со склада составляет более 50 дней. Сейчас товар с биржи можно получить не ранее чем через 3 месяца, а среднее время ожидания в очереди превышает 18 месяцев, сообщила LME. Таким образом, похоже, что биржа намерена в форсированном режиме отгрузить весь законсервированный объем металла, что составляло на конец сентября 2013 г. около 37% от общей емкости официальных складов (5 млн. тонн).

Отметим, что ближайшие перспективы РУСАЛа не внушают нам особого оптимизма, даже если согласиться с оценками компании на 2014 г. Так, после закрытия в целом по отрасли 1.7 млн. тонн неэффективных мощностей в 2013 г., РУСАЛ ожидает дальнейшего снижения выпуска в 2014 г. еще на 1 млн. тонн, при этом, по оценкам компании, по итогам 4К13 потребление металла впервые превысит производство. По результатам всего 2013 г. РУСАЛ ожидает, что общемировое потребление немного превысит производство – на 0.5% (а без учета устойчиво профицитного Китая – на 1.6%). В 2014 г. сохранение темпов роста мирового потребления металла на уровне 5-6% г/г на фоне замедления темпов роста производства до 4.5% г/г, уже создаст дефицит в 1.6% от производства (без учета Китая – 5.1%), что, в свою очередь, должно привести к постепенному сокращению мировых запасов и обеспечить восстановление биржевой цены на алюминий к уровню в 2 тыс. долл. за тонну. В то же время, нужно понимать, что сокращение очереди на отгрузку металла со складов LME, очевидно, должно привести к снижению премии за немедленную поставку, таким образом, цены отгрузки РУСАЛа будут оставаться под давлением. Конец года ознаменовался некоторой активизацией дискуссии вокруг идеи создания госрезерва алюминия, высказанной главой РУСАЛа еще летом. Премьер-министр Медведев идею одобрил и поручил проработать возможные варианты реализации в рамках осуществления мер господдержки отрасли. Сама компания в своих материалах оперирует размером потенциального резерва (1 млн. тонн), в СМИ же встречается его стоимостная оценка (50 млрд. руб.). И хотя создание резерва может поддержать внутренний спрос на алюминий, остается большой вопрос – по какой цене будет приобретаться металл? Если по биржевой цене, то вряд ли РУСАЛ это устроит, учитывая, что в декабре цена на LME обновила очередной минимум, опустившись ниже уровня в 1 700 долл. за тонну. Если государство будет готово платить премию к биржевой цене, то каково будет обоснование премии и порядок ее определения? Насколько мы понимаем, рассматривая идею с резервом, государство ставит во главу угла возвратность средств, то есть на более простой и очевидный вариант господдержки в виде прямых субсидий РУСАЛу, судя по всему, рассчитывать не стоит.

В отношении перспектив долговых бумаг РУСАЛа отметим, что они, на наш взгляд, и в следующем году продолжат торговаться на distress-уровнях, а динамика их котировок будет находиться в прямой зависимости от динамики цен на алюминий. Вместе с тем, даже в случае развития ситуации в 2014 г. по благоприятному сценарию, предполагающий рост цен, это не приведет к существенному улучшению ее кредитного профиля, который продолжит оставаться очень слабым. В лучшем случае, РУСАЛ будет генерировать достаточный денежный поток для финансирования рабочего капитала, обязательных капвложений и выплаты процентов по долгу, сколько-нибудь значимое погашение которого будет по-прежнему возможно только за счет новых займов. Впрочем, судя по сообщениям, что компания планирует до конца этого года успешно завершить переговоры о рефинансировании синдицированных кредитов на сумму около 5.2 млрд. долл., банки все еще готовы перекредитовать РУСАЛ. В то же время, существенную поддержку финансам РУСАЛа по-прежнему будут оказывать дивиденды НорНикеля, сохраняющие значение жизненно важного источника ликвидности для компании.

Потребительские компании

Сегмент продуктового ритейла

Магнит (S&P: BB/Stable), X5 Retail Group (S&P: B+/Stable), Лента (S&P: B+/Stable), O'Кей (Fitch: B+/Stable)

Уходящий 2013 г. стал достаточно спокойным для основных игроков на рынке продуктового ритейла, в течение года получили развития тенденции, во многом сформировавшиеся еще в 2012 г. Так, например, в 1К13 Магнит наконец-то обрел статус неоспоримого лидера рынка продуктовой розницы, обогнав X5 RG по объему выручки (по общему числу магазинов Магнит лидировал уже давно). Вместе с тем, это было достаточно ожидаемое событие для участников рынка с учетом тех темпов роста, которые демонстрировали компании, вопрос заключался лишь в том, когда именно это произойдет. Таким образом, смена лидера по выручке не привела к какому-либо существенному пересмотру кредитного риска X5 RG, как и, сама по себе, не обеспечила какого-либо заметного сужения спредов по долговым бумагам Магнита.

В целом же, можно отметить, что в 2013 г. Магнит, несмотря на регулярные предостережения г-на Галицкого на тему излишне оптимистичных ожиданий инвесторов, продолжал демонстрировать уже привычные сильные результаты. Так, по итогам 9М13 выручка Магнита выросла на 30.6% г/г. Рост компании был обеспечен, в основном, за счет активного расширения торговых площадей, которые на конец 3К13 увеличились на 25.7% г/г. Впрочем, несмотря на то, что основным драйвером роста выручки остаются экстенсивные факторы, «старые» магазины Магнита также демонстрировали весьма неплохую динамику. Уровень долговой нагрузки Магнита на конец 1П13 (последние доступные данные) составлял 0.8x в терминах чистый долг/ЕБИТДА LTM, снизившись по сравнению с началом года (1.1x). Долговая нагрузка компании в среднесрочной перспективе не будет поводом для беспокойства. Во-первых, ее уровень является низким сам по себе, а, тем более, в сопоставлении с другими розничными сетями. Во-вторых, быстрые темпы роста финансовых результатов создали достаточный запас прочности, который, даже в случае дальнейшего их замедления, еще в течение ряда лет сможет обеспечить эффективную абсорбцию негативного влияния роста задолженности на долговую нагрузку. Стоит добавить, что какое-либо заметное увеличение долга в ближайшей перспективе вовсе не гарантировано, поскольку Магниту должно вполне хватать собственного денежного потока для финансирования капитальных расходов на заявленном уровне. Прогнозы Магнита на 2014 г. предполагают рост выручки более чем на 25% г/г.

Перед X5 в 2013 г. стояла номинально куда менее амбициозная задача: разобраться, в первую очередь, с внутренними проблемами и продемонстрировать хоть какие-то признаки жизни после откровенного провального 2012 г. В этом вопросе X5 достигла определенных успехов. Выручка по итогам 9М13 выросла на 5.9% г/г, тогда как ЕБИТДА – на 10.6% г/г, что позволило увеличить рентабельность по ЕБИТДА до 7%. Надо отметить, что компании здорово помогли результаты 3К13, который был успешным для всей потребительской розницы в целом. С другой стороны, с точки зрения операционных результатов, рост выручки X5 за 9М13 был обеспечен исключительно за счет расширения торговых площадей (выросли на 11.5% г/г), поскольку величина сопоставимых продаж за 9М13 снизилась на 0.6% г/г. Впрочем, динамика сопоставимых продаж за 9М13 выглядит все же несколько лучше результатов за 9М12, когда LFL-выручка снизилась на 1.9% г/г из-за сокращения трафика на 2.8% г/г. Впрочем, справиться с оттоком покупателей X5 не смогла и в течение этого года, ситуация даже скорее ухудшилась: общее падение трафика по компании в целом за 9М13 составило 4.2% г/г.

Настрой на решение проблем не избавило X5 от необходимости скорректировать прогноз по темпам роста выручки в 2013 г. с 11% до 8%, прогноз по ЕБИТДА был сохранен на уровне «выше 7%». Изменения коснулись и капложений: в ноябре X5 уточнила, что объем инвестиций по итогам 2013 г. будет сокращен на 16.7% (до 25 млрд. руб.) от ранее заявленной величины, однако при этом был сохранен прогноз по росту торговых площадей на уровне 11%. Компания не предоставляла прогноз относительно динамики финансовых результатов в 2014 г., однако с учетом ожиданий Магнита по некоторому замедлению собственных темпов роста выручки и ЕБИТДА, можно предположить, что для X5 хорошим результатом в 2014 г. будет сохранение роста финансовых результатов на уровне этого года. По нашим оценкам, долг X5 на конец 2013 г. увеличится до 4 млрд. долл., а долговая нагрузка в терминах Долг/ЕБИТДА вырастет примерно до уровня 3.3x, тогда как в 2014 г. она может достичь 3.6x. В этом контексте позитивно стоит воспринимать новость о прекращении переговоров на тему приобретения X5 прав на бренд и аренды торговых площадей сети «Седьмой континент».

Значимым, на наш взгляд, событием конца 2012 г. – начала 2013 г. стало появление на карте локального долгового рынка 2-х новых имен в сегменте потребительских компаний – петербургских сетей гипермаркетов O'Кей и Лента. Обе сети сопоставимы по масштабам бизнеса и имеют одинаковые рейтинги. Кредитное качество обеих компаний достаточно близко, при этом показатели Ленты, на наш взгляд, выглядят все же несколько лучше. Так, за 1П13 Лента продемонстрировала сопоставимые с Магнитом темпы роста финансовых результатов и уровень рентабельности по ЕБИТДА. Динамика финансовых результатов O'Кей и ее уровень операционной рентабельности в сравнении с Лентой выглядят более скромно, но в то же время, O'Кей показала лучшую среди рассматриваемых нами компаний динамику сопоставимых продаж. Кроме того, O'Кей характеризуется заметно меньшим уровнем долговой нагрузки (составила 1.4x чистый долг/ЕБИТДА LTM 1ПК13) по сравнению с Лентой (2.4x на конец 1П13). Однако со стороны Ленты, на наш взгляд, это компенсируется более высокой долей торговых площадей в собственности (около 85% против 60% у O'Кей). Отметим, что обе компании провели достаточно удачно размещение дебютных рублевых бондов. Начальная премия по обоим бондам к референсному выпуску X5 Финанс БО-01 составлял около 60-70 бп, однако к концу года выпуски O'Кей и Ленты торговались уже на уровне бумаг X5. В свою очередь, бумаги X5 в течение всего года сохраняли премию 80-100 бп к выпускам Магнита, которые продемонстрировали весьма впечатляющее сужения спреда к ОФЗ, сократив его с уровня примерно в 250 бп в до 100-130 бп. Мы полагаем, что потенциал сужения по выпускам Магнита практически исчерпан и, на наш взгляд, здесь не стоит ожидать каких-то сильных подвижек, по крайней мере, пока компании не присвоят инвестиционный рейтинг. Премия выпусков X5 к бумагам Магнита на уровне 100 бп нам кажется, в целом, справедливой, однако мы не исключаем ее расширения в случае роста долговой нагрузки X5. Спреды выпусков O'Кей и Ленты в 2014 г., на наш взгляд, будут, в целом, сохраняться на уровне бумаг X5, либо торговаться немного уже, в случае заметного повышения долговой нагрузки X5 и при сохранении O'Кей и Лентой хороших темпов роста.

Сегмент агропромышленных компаний

Черкизово (S&P: B/Stable), Мираторг (Fitch: B/Stable)

2013 г. стал не лучшим для крупных агропромышленных компаний, которые только с середины года начали постепенно оправляться от последствий вступления страны в ВТО, повлекших обвал цен на свинину в 3К12. Цены на свинину в живом весе во 2П12 упали на 25-30% на фоне увеличения объемов импорта на 30-50%. Еще один удар по рентабельности сельхозкомпаний нанес рост внутренних цен на зерно, обусловленный неурожаем в 2012 г. В итоге к концу 2012 г. даже современные промышленные производители работали на грани рентабельности. В 1П13 ситуация с ценами на свинину начала постепенно улучшаться. Летом неожиданную поддержку производителям свинины оказала эпидемия африканской чумы свиней (АЧС). Вспышки инфекции не затронули крупных производителей, однако принимаемые меры привели к сокращению поголовья, содержавшихся в подсобных хозяйствах и на фермах мелких производителей. Это привело к формированию дефицита сырья к концу 1П13 и новому витку ценового роста.

Госполитика в отношении сельхозсектора остается благоприятной: в августе предприятия начали получать первые транши прямых субсидий на компенсации затрат на корма. Поступление на рынок во 2П13 дешевого зерна нового урожая и рост цен на свинину оказали положительное влияние на операционную рентабельность крупных производителей, которые отразили в отчетности за 3К13 заметное улучшение финансовых результатов. Мы ожидаем, что в 4К13 показатели компаний продолжат улучшаться, однако, этого будет недостаточно, чтобы полностью компенсировать «тяжелое наследие» 1П13.

Мы склонны оценивать результаты Группы «Черкизово» за 9М13 как довольно слабые. Компания увеличила выручку на 5.1% г/г, что оказалась несколько ниже наших ожиданий (на уровне 7% г/г), тогда как рентабельность по ЕБИТДА сократилась до 9.7% (-11.3 пп г/г). Снижение ЕБИТДА было вызвано более низкими ценами в сегменте свиноводства, а также результатами сегмента птицеводства, где на фоне

относительно стабильных цен сказались удорожание зерна и комбикормов. Неплохие результаты показала мясопереработка, став единственным сегментом, увеличившим EBITDA в годовом сопоставлении на 24,3%.

Долговая нагрузка Черкизово увеличилась и достигла уровня 4,6х чистый долг/EBITDA LTM против 2,7х на начало года. Согласно комментариям менеджмента, группа намерена сосредоточить основные усилия на снижении уровня долговой нагрузки до уровня 4х чистый долг/EBITDA LTM к концу этого года. Компания объявила о сокращении CAPEX на 2013 г., которые теперь должны составить около 5 млрд. руб. (за 9М13 профинансировано 3,6 млрд. руб.), что более чем в 2 раза меньше называвшейся в начале 2013 г. цифры в 12 млрд. руб. Вместе с тем, компания намерена увеличить капвложения в 2014 г. до 7,5 млрд. руб., что должно быть адекватно её операционному денежному потоку.

Финансовые показатели Мираторга по итогам 9М13 выглядят скорее позитивно. Мираторг показал более высокие темпы роста выручки, а рентабельность EBITDA компании хоть и уменьшилась на 7,4 пп г/г, все равно сохранилась на весьма высоком для агропромышленной компании уровне – 29,9%. Здесь стоит отметить, что, во-первых, у компании есть высокотехнологичные бойни, которые позволяют обеспечивать лучшую в отрасли эффективность мясопереработки и дают компании продукцию с более высокой добавленной стоимостью, которая более устойчива к ценовым стрессам. Во-вторых, Мираторг в большей степени обеспечен собственным зерном – сельхозгодия компании покрывают около 70% потребности в зерне. Согласно прогнозу компании, темпы роста выручки в 4К13 должны существенно ускориться, и по итогам 2013 г. рост показателя ожидается на уровне 29%. В то же время, рентабельность по EBITDA в 2013 г. может снизиться до 26,4% с рекордных уровней 2012 г.

На протяжении последних нескольких лет Мираторг активно инвестировал в развитие свиноводческих и сельскохозяйственных активов, однако уже в 2012 г. капвложения заметно сократились. Пик инвестиционной активности компании был пройден еще в 2011 г., а после включения в ее состав в 2012 г. последних значимых производственных активов, структура холдинга приобрела законченный вид. Объем капвложений в 2013 г. предполагается сохранить на достаточно умеренном уровне в 6,8 млрд. руб., однако эта величина, в итоге, может оказаться меньше, поскольку за 9М13 инвестиции составили только 3,3 млрд. руб. Долговая нагрузка Мираторга на конец 3К13 достигла сопоставимого с Черкизово уровня в 4,5х Долг/EBITDA LTM против 3,9х на начало года. Принимая во внимание рост долговой нагрузки Мираторга к концу 3К13, текущий ориентир в 3,7х Долг/EBITDA на конец года, на наш взгляд, выглядит слишком оптимистично. На наш взгляд, в плане долговой нагрузки Мираторга на конец года все же стоит, скорее, ориентироваться, на уровень 4х.

Обе компании отметили в 2013 г. на рынке размещением новых займов, параметры выпусков были достаточно близки: 3-летние бумаги без опции, Мираторг разместил займ на 5 млрд. руб., Черкизово – на 3 млрд. руб. Оба выпуска пользовались достаточно умеренным спросом при размещении, а после выхода на вторичные торги показали невысокий уровень ликвидности. Уже на размещении премия Мираторга к бонду Черкизово составляла порядка 150-160 бп, а после выхода на вторичные торги она увеличилась, в среднем, до 200 бп. Надо сказать, что определенный интерес к выпуску Мираторг БО-03 создал его включение в котировальный список А1 Московской биржи. К концу года премия Мираторга к Черкизово находится в широком диапазоне 200-250 бп. На наш взгляд, это говорит о недооценности бумаг Мираторга. При сопоставимых кредитных рейтингах и масштабах бизнеса, а также с учетом демонстрируемых компаниями в 2013 г. финансовых и операционных результатов, к очевидным преимуществам Черкизово перед Мираторгом можно отнести наличие диверсификации по сегментам (которая не сильно помогла компании в этом году), большую прозрачность и более сильный портфель брендов. В отношении последнего добавим, что в последнее время и Мираторг начал активно инвестировать в бренд, стремясь увеличить степень известности у конечных потребителей. Подводя итог, отметим, что, на наш взгляд, бумаги Мираторга и в 2014 г. останутся интересной идеей для инвесторов, готовых принимать повышенные риски эмитентов агропромышленного сектора.

Банковский сектор

Банковский сектор завершает год замедляющимся ростом. По данным ЦБ, корпоративные кредитные портфели за год прибавили порядка 13% (последние 12 мес. с ноября 2013), что на 4 п.п. ниже показателей прошлого года. Замедление в розничном секторе выглядело более внушительно: здесь рост совокупных портфелей ссуд физических лиц замедлился до 30% против более чем 40% в 2012г. Если в первом случае замедление стало результатом экономических реалий, то во втором – причиной являются нацеленные действия ЦБ. В отношении розничных банков ЦБ принял 2 важных решения: увеличил нормы резервирования портфелей, а также коэффициенты риска для наиболее доходных кредитов.

Универсальные банки в целом сохранили маржу, несмотря на слабеющий спрос на кредиты и консервативную политику ЦБ в отношении процентных ставок. Так, процентная маржа крупных универсальных банков сохранилась в районе отметки 4,5% – на уровне 2012г. Средние показатели стоимости риска лишь немного подросли и превысили уровень 1,5%. В целом эти параметры позволяли банкам покрывать операционные расходы и поддерживать капитал на адекватном уровне.

Розничные банки показали более внушительные изменения. Процентная маржа в секторе снижалась умеренными темпами и потеряла в среднем порядка 3 п.п., стоимость риска росла более ощутимо: +4-7 п.п. г/г. Меры ЦБ в целом дали желаемый результат. Начиная со 2П13, банки замедлили рост в наиболее рискованных сегментах розницы, а часть из них уже заявила об изменении приоритетов развития и ужесточении стандартов кредитования.

Ситуация с ликвидностью в целом по системе в течение года оставалась довольно напряженной – здесь, по-прежнему, сказывался фактор оттока капитала и преобладающие валютные предпочтения в структуре сбережений. Это заставляло банки, не имеющих доступа к эффективным инструментам валютного хеджирования, поддерживать требуемую структуру активов физическим присутствием на валютном рынке. Очевидно, что эти факторы сохраняют актуальность и в течение будущего года, что, по-видимому, потребует от ЦБ новых, возможно, нестандартных инструментов предоставления ликвидности. Текущий объем задолженности банков перед ЦБ уже превышает 4 трлн. руб., из которых около 3 трлн. привлечено посредством операций репо. По оценке самого ЦБ, доступная для операций репо база уже использована более чем на 60%, что создает риски сокращения доступности средств ЦБ, а также искажения ценообразования на рынке облигаций высокого кредитного качества.

В части M&A-активности, год прошел с умеренной интенсивностью. Было анонсировано несколько крупных сделок, в числе которых: покупка Открытием Банка Петрокоммерц, приобретение Совкомбанком GE Money Банка, а НПФ Благополучие – Абсолют банка. Среди небольших банков активность проявлял Экспобанк, расширивший свой бизнес за счет Сиббизнесбанка. Публичный рынок акционерного капитала был в основном закрыт для российских эмитентов, за исключением ВТБ (SPO в начале года), а также ТКС Банка, который провел удачное размещение на LSE.

На долговом рынке складывалась обратная картина: здесь банки по-прежнему оставались основными поставщиками объемов на первичку, при этом неплохую активность показывали банки из нижней части рейтинга, в результате чего по итогам года рынок пополнился несколькими новыми именами. Заметное влияние на долговой рынок оказало регулирование ЦБ, который в соответствии с требованиями Базель III ужесточил требования к субординированным займам, что привело к некоторому сужению рынка и расширению спреда «новых» субордов к старшим бумагам.

Баланс рейтинговых действий в отношении банков имел выраженную негативную окраску в рамках розничного сектора. Агентства в первую очередь были озабочены снижением качества портфелей, замедлением их роста, а также общим ухудшением макроэкономического фона. В будущем действия агентств во многом будут определяться эффективностью предпринимаемых менеджментом мер улучшения клиентской базы и повышения среднего качества портфелей, но новые неприятные сюрпризы здесь исключить нельзя.

Событием, оказавшим значительное негативное влияние на рынок, стала «чистка рядов», предпринятая новым руководством ЦБ ближе к концу года. Проекция на рынок МБК была негативной и, по-видимому, превысила ожидания ЦБ. Условия доступа к ликвидности банков из нижней части рейтинга существенно ухудшились, что нашло отражение и в котировках на долговом рынке. Пока для нормализации ситуации ЦБ использует тактику словесных интервенций, опровергая страхи рынка о наличии «черных списков» или негласных подзоров регулятора в отношении тех или иных банков.

К основным рискам банковской системы 2014г. мы относим по-прежнему сложные макроэкономические условия, которые вряд ли будут способствовать улучшению качества как корпоративных, так и розничных портфелей. Кроме того, тревожно смотрятся последствия очередного раунда борьбы ЦБ с сомнительными операциями, а также обсуждение законодательных инициатив относительно изменения схемы и стоимости страхования вкладов в зависимости от предлагаемых ставок. Фактически эти процессы могут заметно повысить кредитные риски банков нижней части рейтинга, лишит их доступа к ликвидности и привести к перераспределению депозитной базы в сторону крупных институтов и госбанков. Здесь стоит надеяться на чуткость ЦБ, который располагает широким арсеналом мер как для фактического, так и для превентивного решения этих проблем. Не лучшим образом выглядит ситуация с ликвидностью: отток капитала и валютные предпочтения в части сбережений сохраняются в 2014г., здесь ситуация может сгладить развитие срочного рынка и ликвидности, которая должна поступить на рынок со стороны резервных фондов. В числе позитивных ожиданий стоит отметить, что банки должны стать основными бенефициарами замедления инфляции и снижения ставок ЦБ, которые окажут позитивное влияние на маржу к концу будущего года.

Среди возможных идей на 2014г. мы выделяем розничные банки, котировки евробондов которых на волне последних распродаж опустились на довольно низкие уровни. Вместе с тем, стоит помнить, что розничный сектор неоднороден, а бизнес-модель отдельных банков на сегодня имеет весьма существенный запас прочности. В частности, процентная маржа например, ХКФБ и ТКС Банка, позволила бы им без ущерба капиталу перенести рост стоимости риска в полтора раза. А для того, чтобы эти банки потеряли около половины капитала и снизили его достаточность ощутимо ниже отметки 10%, стоимость риска должна вырасти в 2,5 раза, а уровень просрочек в портфеле – превысить отметку 20-25%. Стоит помнить, что розничные портфели имеют небольшую срочность (не более года в наиболее рискованных сегментах), при этом сегодня большинство банков начали ужесточать стандарты кредитования. В будущем это может привести к сегментации внутри сектора.

Во-вторых, последние изменения регулирования ЦБ в части ужесточения требований для включения в капитал субординированных займов, на наш взгляд, могут дать лишний повод посмотреть на суборды «старого» образца. ЦБ предлагает ускоренный порядок «изъятия» их стоимости из расчета капитала, что лишает эмитентов смысла платить высокие купоны и повышает вероятность досрочного выкупа таких бумаг. Для таких целей подойдут «старые» суборды госбанков – эмитентов, имеющих наиболее свободный доступ на рынок субординированного долга, а значит, и шансы заместить «старые» выпуски субордами «нового» образца.

Телекоммуникационные компании

МегаФон (BBB-/Baa3/BB+), МТС (BB+/Baa2/BB+), Вымпелком (BB/Baa3/-), Ростелеком (BB+/BBB-), Теле2 (Fitch: BB+/RWE)

Основное событие на телекоммуникационном рынке в 2013 г. – история вокруг Теле2. В остальном же жизнь для операторов «большой тройки» и Ростелекома шла своим чередом. Компании выборочно проводили развертывание LTE-инфраструктуры, закладывая основу будущего роста доходов от набирающих популярность услуг мобильного интернета. Такое положение вещей нашло отражение и в отчетности основных игроков. МТС и МегаФон по итогам 9М13 показали вполне привычные для себя темпы роста, а Вымпелком и Ростелеком оказались среди отстающих, продемонстрировав более скромную динамику. Общим трендом для всех операторов «большой тройки» в течение 2013 г. стал опережающий рост доходов от мобильной передачи данных, который сохранил статус основного драйвера выручки компаний, а лидером здесь стала МТС.

МТС и МегаФон в течение года в целом следовали заявленным планам и выпускали сильные отчеты с точки зрения роста операционных результатов, рентабельности и сокращения долговой нагрузки, показатели которой опустились ниже уровня Ч.Долг/ОИВДА 1х.

Вымпелком показал околонулевой рост и сохранил маржу благодаря хорошим результатам на внутреннем рынке, а усиление конкурентного давления на рынках Италии и Украины оказало негативное влияние на консолидированные показатели компании. Долговая нагрузка компании немного подросла и составила 2,3х (Ч.Долг/ЕБИТДА). Результаты Ростелекома были еще скромнее: компания отразила снижение выручки и маржи за счет снижения рынка фиксированной связи и падения доходов в мобильном сегменте. Долговая нагрузка компании также подросла в основном за счет сделок по выкупу собственных акций у миноритариев и достигла отметки 2х (Ч.Долг/ОИВДА).

Объем публично раскрываемой ТЕЛЕ2 информации достаточно сильно сократился после продажи компании во 2К13. В частности, последние данные по объему долга и уровню долговой нагрузки доступны только за 2012 г., когда долговая нагрузка составляла 1,2х в терминах Ч.Долг/ЕБИТДА. Тем не менее, Теле2 продолжила публиковать отдельные финансовые показатели, которые, в целом позволяют составить вполне позитивное представление о динамике бизнеса компании. По темпам роста выручки компания существенно опередила лидеров рынка, показатели рентабельности также подросли.

События, развивавшиеся вокруг Теле2 в течение 2013 г., привлекли основное внимание ключевых игроков отрасли и заинтересованных наблюдателей. Продажа шведской компанией своих российских активов не стала большим сюрпризом для участников рынка, мы также предполагали такой сценарий в конце 2012 г. В результате, продажа стала для шведской Теле2 АВ скорее печальной необходимостью (в портфеле компании это был крупнейший и наиболее быстрорастущий актив, генерировавший около трети консолидированной выручки и более 40% ЕБИТДА). Продажа, вероятно, была обусловлена тем, что шведы устали бороться с «протекционизмом» российских властей, который вылился, в частности, в безуспешные попытки получить 3G, а потом уже и 4G-лицензии. В то же время, Теле2 начала показывать более медленные темпы роста, видимо во многом исчерпав как потенциал своих 2G-сетей, которые способны обеспечивать только голосовой трафик, sms/mms-сервисы и достаточно рудиментарный мобильный интернет, так и потенциал активного экстенсивного расширения абонентской базы на своих лицензионных территориях. Сюрпризом стало то, как это продажа была осуществлена. Покупателем стал ВТБ, по сути, финансовый инвестор, тогда как, судя по реакции компаний «большой тройки», с ними переговоры на эту тему никто не вел. Впоследствии обсуждались 3 основных пути дальнейшего развития событий: Теле2 будет целиком перепродана МегаФону или Ростелекому, либо Теле2 будет разделена на части, которые могут быть предложены всем крупнейшим операторам. МегаФон достаточно скоро заявил, что ему эта история неинтересна. В результате, фаворитом выглядел Ростелеком, чему также способствовала хорошая операционная синергия Ростелекома и Теле2. В случае сделки, Теле2 получала бы нужные ей лицензии, Ростелеком получал дополнительные лицензионные территории, которые позволили бы работать более чем в 70 регионах.

В конце 2013 г. условия сделки сформировались: Ростелеком получил от правительства директиву одобрить создание СП с Теле2, против чего ВТБ возражений также не имел. Структура будущего СП Ростелекома и Теле2 предполагает, что доля Ростелекома составит 45%, а Ростелеком передаст в СП только свой мобильный бизнес. Создание СП приведет к окончательному становлению «большой четверки» сотовых компаний на российском рынке. Новый амбициозный игрок сможет, как мы полагаем, создать достаточно серьезную конкуренцию 3-м крупнейшим мобильным операторам, не будучи отягощенным фиксированными активами Ростелекома, которые из года в год демонстрируют вялую отрицательную динамику, а также взяв на вооружение что-то из агрессивной модели сотового дискаунтера, которую успешно применяет Теле2.

В начале года евробонды МТС давали спрэд 120-130 бп к суверенной кривой, при этом, к концу года эта премия увеличилась до 170 бп, а в течение года она достигала 200 бп. При этом премия евробондов Вымпелкома к бумагам МТС в течение всего года составляла, преимущественно, около 100 бп, что, на наш взгляд, отражало некоторую переоцененность бумаг МТС. К концу года эта премия скорректировалась примерно до 80 бп, что, как мы считаем, более справедливо отражает разницу в кредитном качестве компаний.

На рублевом рынке спрэды выпусков МТС и Вымпелкома в начале года предлагали 230-250 бп к кривой ОФЗ. В течение года средний спрэд рублевых бумаг МТС сузился до 150 бп к ОФЗ, тогда как средний спрэд выпусков Вымпелкома – до 190 бп. Облигации МегаФона в течение большей части года торговались со средним спрэдом около 160 бп к ОФЗ, к концу года средний спрэд длинных выпусков МегаФона сузился до 110-120 бп. Бумаги Ростелекома в течение года торговались на сопоставимых с МТС уровнях. Выпуски Теле2 достаточно вяло реагировали на происходившие с компанией события. Спрэд выпусков Теле2 к ОФЗ показал достаточно неплохую динамику, сократившись с 260-270 бп до 200 бп к концу года. На наш взгляд, создание СП Ростелекома и Теле2 окажет ограниченное влияние на спрэды компаний. Спрэд облигаций Теле2 может устойчиво закрепиться на уровне Вымпелкома или даже чуть ниже, однако, на наш взгляд, премия к бумагам МТС должна будет составлять не менее 30-50 бп.

Транспорт

В транспортном секторе в 2013 году наиболее сильную динамику операционных и финансовых показателей вновь продемонстрировали авиакомпании. В результате увеличения спроса на услуги авиаперевозчиков, поддерживаемого ростом доходов населения, за 10M13 объем пассажирских перевозок в России вырос на 14,7% г/г, пассажирооборот – на 15,6% г/г. Темпы прироста пассажирооборота крупнейших авиаперевозчиков, Аэрофлота, Трансаэро и ЮТэйра, в целом соответствовали среднеотраслевой динамике за 10M13. Кроме того, благоприятным фактором, оказавшим поддержку финансовым метрикам авиакомпаний, стал крайне сдержанный рост цен на авиатопливо, которые, по данным Росавиации, увеличились на 1,7% за 9M13. В результате, в последней отчетности Аэрофлот и ЮТэйр увеличили уровень EBITDA margin г/г, а Трансаэро сохранило рентабельность на уровне аналогичного периода прошлого года.

В отличие от рынка пассажирских перевозок, в сегменте грузовых перевозок наблюдался слабый спрос и неблагоприятная ценовая конъюнктура на фоне стагнации промышленного производства в России, показавшего нулевой прирост за 10M13 г/г. За 9M13 объем коммерческих перевозок всеми видами транспорта, за исключением трубопроводного, снизился на 3% г/г, грузооборот – на 2%. Погрузка на сети РЖД за 11M13 сократилась на 3,1% г/г, грузооборот – на 1,9%. Согласно прогнозу РЖД, в 2013 году погрузка снизится на 3,1% г/г. В то же время, вследствие увеличения объемов перевалки экспортных грузов грузооборот морских торговых портов за 10M13 вырос на 3,7% г/г. В результате, в промежуточной отчетности большинства компаний сегмента «грузовые перевозки» отразили уменьшение выручки, EBITDA и умеренное снижение EBITDA margin. За 9M13 среди компаний сегмента наиболее существенно уменьшилась выручка и EBITDA НМТП (на 12% и 19% соответственно), что во многом стало следствием запуска второй очереди ВСТО и снижением объема перевалки сырой нефти через порт. Положительную динамику выручки и EBITDA в промежуточной отчетности смогла отразить только компания Глобалтранс, чему способствовала консолидация двух кэптивных операторов в мае 2012 и в феврале 2013.

Промежуточная отчетность транспортных компаний свидетельствует об их неоднозначной динамике чистого долга и долговой нагрузки. Затраты на CAPEX большинства компаний сегмента «грузовые перевозки», за исключением Совкомфлота, были умеренными относительно CFO. НМТП и Трансконтейнер направили свободный денежный поток за 9M13 на пополнение ликвидности, что позволило сократить чистый DLO и в условиях слабой рыночной конъюнктуры сдержать рост долговой нагрузки. В 2013 году ДВМП (Fesco) осуществило крупные выплаты акционерам, а Глобалтранс, кроме дивидендов, профинансировал сделку по приобретению Steeltrans, что привело к росту их долговой нагрузки. В сегменте авиаперевозок заметно улучшились финансовые метрики Аэрофлота (отношение net debt/EBITDA 9M13 LTM уменьшилось до 1,7x против 3x за 2012 год), в то время как Трансаэро и ЮТэйр сохранили высокий уровень долговой нагрузки.

По нашему мнению, в следующем году сохранится неоднозначная динамика операционных показателей и выручки транспортных компаний. Мы ожидаем, что крупнейшие авиаперевозчики продолжат демонстрировать наилучшую динамику в секторе, которая по-прежнему будет поддерживаться ростом доходов населения. В то же время, мы не исключаем замедления темпов прироста объема пассажирских перевозок и выручки Аэрофлота, Трансаэро и ЮТэйра по сравнению с 2013 годом. Рентабельность бизнеса авиакомпаний будет во многом зависеть от цен на нефть, поскольку основной статьей затрат являются расходы на авиатопливо. В 2014 году в сегменте грузовых перевозок, по нашему мнению, в целом сохранится слабая динамика операционных и финансовых показателей. В частности, согласно прогнозу РЖД, в 2014 году погрузка увеличится только на 0,4% г/г. Решение правительства о заморозке тарифов на грузоперевозки РЖД на фоне вероятно слабой рыночной конъюнктуры будет препятствовать росту тарифов грузоперевозчиков. В то же время, анонсированные на 2014 год расходы на CAPEX большинства компаний сегмента являются умеренными относительно аккумулируемых денежных потоков, что позволит ограничить рост кредитного портфеля и показателей долговой нагрузки в сегменте. По нашим оценкам, в 2014 году Совкомфлот сохранит очень высокий уровень долговой нагрузки, учитывая необходимость выплат на сумму 705 млн долл. за 6 новых танкеров, поставка которых ожидается до марта 2015 года (при EBITDA 9M13 LTM – 370 млн долл.). В то же время, Совкомфлот контролируется государством, а остаток денежных средств на счетах компании на 30.09.2013 является достаточным для одновременной выплаты краткосрочного долга, что существенно снижает риски рефинансирования долга в 2014 году. Риски рефинансирования других компаний этого сегмента мы также оцениваем как невысокие (в 4K13 НМТП реструктурировал кредит Сбербанка на сумму 1,95 млрд долл., что позволило компании заметно сократить объем долга с погашением до конца 2014 года). По нашему мнению, в 2014 году в транспортном секторе повышенными рисками рефинансирования по-прежнему будут характеризоваться Трансаэро и ЮТэйр, однако данные риски смягчаются длительными и устойчивыми связями с кредиторами и хорошей кредитной историей авиакомпаний.

Нефтегазовый сектор

По данным ЦДУ ТЭК, за 10M13 добыча нефти с газовым конденсатом в России выросла на 0,95% г/г до 434,9 млн т, первичная переработка нефти на российских НПЗ - на 2,9% г/г до 225,2 млн т. Фактические результаты за 10M13 позволяют предположить возможность перевыполнения прогноза Минэнерго, согласно которому по итогам 2013 года добыча нефти увеличится на 0,4% г/г. Среди крупнейших нефтяных компаний хорошую динамику объема добычи (+3,6% г/г за 10M13) показала Башнефть, чему способствовало начало добычи нефти на месторождениях им. Требса и Титова в августе 2013 года. Более сдержанные темпы прироста продемонстрировали Лукойл и Роснефть (при сравнении сопоставимых показателей), в то время как Газпром нефть и Alliance Oil отразили снижение объемов добычи нефти. Согласно данным ЦДУ ТЭК, за 10M13 добыча газа в России увеличилась на 2,5% г/г до 545,2 млрд кубометров. Газпром сохранил добычу газа на уровне прошлого года (+0,2% до 391,1 млрд руб.), в то время как Новатэк и остальные независимые производители нарастили объемы на 5,4% г/г до 51,1 млрд кубометров и на 10,6% г/г до 103 млрд кубометров соответственно. По итогам 2013 года Минэнерго ожидает сохранения объемов добычи на уровне 2012 года (655 млрд кубометров).

За 9M13 средние цены на нефть Urals немного снизились г/г (-2,9% до 107,9 долл./барр.), оставаясь при этом на высоком уровне. С 1 июля 2013 тарифы на газ для населения и промышленности на внутреннем рынке были индексированы на 15% (до этого индексация на 15% проводилась с 1 июля 2012). Высокий уровень цен на углеводороды способствовал сохранению в целом сильных финансовых результатов компаний сектора в 2013 году. За 9M13 наиболее быстрые темпы роста выручки, превышающие 40% г/г, продемонстрировали Роснефть, консолидировавшая в марте 2013 года ТНК-ВР, а также Новатэк, драйвером роста доходов которого стало увеличение объемов реализации газа и газа регулируемых цен.

Согласно последней промежуточной отчетности, операционный денежный поток большинства нефтегазовых компаний был достаточным для финансирования расходов на CAPEX и M&A, что способствовало сохранению низкой долговой нагрузки в целом по сектору.

За 9M13 Роснефть направил рекордную для отрасли сумму 1 320 млрд руб. на финансирование сделок M&A, из которых 1 195 млрд руб. составили финальные выплаты за приобретение 100% ТНК-ВР (в 4K12 Роснефть выплатила по сделке 115 млрд руб.), 95 млрд руб. – оплата 49% ООО «Итера». С одной стороны, приобретение Роснефтью ТНК-ВР привело к резкому росту долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA с 1,1x в 2012 году до 2,6x за 9M13. С другой стороны, консолидация активов, а также достижение договоренностей о приобретении ряда газовых компаний способствует усилению лидирующих позиций Роснефти на российском рынке нефти, укреплению положения Роснефти на газовом рынке (в настоящее время Роснефть – третья компания в стране по объемам добычи газа), росту выручки и EBITDA. Несмотря на тот факт, что денежные средства Роснефти по состоянию на 30.09.2013 достаточны для выплаты около 30% долга с погашением в 4K13 и в 2014 году, мы полагаем, что у компании не возникнет проблем с рефинансированием долга.

Единственной компанией в сегменте, завершившей 9M13 с отрицательным свободным денежным потоком, стала Alliance Oil, что обусловлено средними масштабами бизнеса, с одной стороны, и реализацией большой инвестиционной программы, с другой. Дефицит средств Alliance Oil финансировала за счет расширения кредитного плеча, что привело к росту ее долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA с 2,3x в 2012 году до 2,8x за 9M13 (самый высокий уровень среди торгующихся на долговом рынке аналогов).

В следующем году финансовые показатели нефтегазовых компаний будут во многом зависеть от цен на углеводороды и активности эмитентов в области M&A. Следует отметить, что инициативы Правительства России по замораживанию цен на газ на внутреннем рынке в 2014 году окажут, по нашему мнению, умеренно негативное влияние на финансовые метрики компаний, учитывая в целом их большой запас финансовой прочности.

Мы оцениваем риски рефинансирования долга в 2014 году в целом по сектору как минимальные, поскольку резерв ликвидности у большинства нефтегазовых компаний на последнюю отчетную дату с запасом превышает краткосрочный долг, долговая нагрузка является низкой, а инвестиционные программы – умеренными относительно операционного денежного потока. В отличие от других компаний сектора, Alliance Oil, вероятно, сохранит статус эмитента с повышенными кредитными рисками. В то же время, риски рефинансирования Alliance Oil в следующем году сглаживает возможность компании по состоянию на 30.09.2013 единовременно выплатить около 57% краткосрочного долга за счет денежных средств. Кроме того, в текущем году Alliance Oil планировала завершить основные инвестиционные проекты в нефтепереработке, что позволит существенно сократить инвестиционные расходы в 2014 году и будет сдерживать расширение кредитного плеча компании в дальнейшем.

Инфраструктура и монополии

В 2013 году инфраструктурные и монопольные компании показали в основном довольно слабую динамику операционных результатов. За 10M13 грузоперевозки по сетям РЖД сократились на 3,2% г/г, грузооборот – на 2,2%. За 10M13 потребление электроэнергии в России с учетом изолированных энергосистем увеличилось только на 0,2% г/г, выработка электроэнергии в стране также сохранилась на уровне прошлого года. По этой причине финансовые результаты инфраструктурных и монопольных компаний находились в основном под влиянием тарифов и прочих факторов. В частности, в промежуточной отчетности за 1П13 наиболее быстрые темпы роста выручки, 25,3% и 22,7%, показали соответственно МРСК Центра и Приволжья и МРСК Центра в результате выполнения функций гарантирующих поставщиков и получения в 2013 году выручки от продажи электроэнергии. Выручка других компаний сектора изменялась за 1П13 от +13,3% г/г у ФСК (за счет роста тарифов на 11% с 01.07.2012) до -10,4% г/г у Ленэнерго (в результате снижения выручки от услуг технологического присоединения). Данные промежуточной отчетности свидетельствуют о снижении рентабельности МРСК на фоне увеличения операционных затрат, в том числе затрат на оплату услуг ФСК. Тем не менее, операционного денежного потока монопольных и инфраструктурных компаний в основном было достаточно для финансирования капитальных расходов, что позволило в 1П13 сдерживать рост кредитного портфеля и долговой нагрузки. По нашим оценкам, во 2П13 на фоне вероятно слабой динамики операционных показателей поддержку финансовым результатам компаний сектора будет оказывать рост тарифов: тарифы Транснефти выросли на 5,5% с ноября 2012, тарифы РЖД на перевозку грузов – на 7% с января 2013, ФСК на транспортировку электроэнергии – на 9% с июля 2013. Тем не менее, поскольку основная часть капитальных затрат текущего года приходится на второе полугодие, к концу 2013 года мы не исключаем расширения кредитного плеча ФСК и МРСК, а также умеренного роста долговой нагрузки по сектору в целом.

В следующем году мы не ждем заметных изменений операционных показателей инфраструктурных и монопольных компаний по сравнению с 2013 годом. В целях сдерживания инфляции правительство России сообщило о заморозке тарифов естественных монополий на грузовые железнодорожные перевозки, газ, транспортировку нефти и электроэнергии по сетям в 2014 году. Кроме того, сохраняется неопределенность по поводу осуществления МРСК Центра и МРСК Центра и Приволжья функций гарантирующих поставщиков после февраля 2014 года. Эти факторы будут оказывать давление на показатели выручки и EBITDA margin инфраструктурных и монопольных компаний в 2014 году. В то же время, по данным Минэкономразвития, инвестиционные программы монопольных компаний не будут сокращаться. Среди компаний сектора наиболее умеренной инвестиционной политикой отличается Транснефть (отношение CAPEX2014/EBITDA1П13 LTM составляет 0,6x), поэтому мы полагаем, что в следующем году компания имеет возможность сдерживать рост долга и сохранить невысокую долговую нагрузку. Однако, большинство компаний сектора реализуют масштабную инвестиционную программу, в том числе с целью модернизации основных средств. Так, анонсированные на 2014 год расходы на инвестиции основной части инфраструктурных и монопольных компаний соответствуют 1-1,3 их EBITDA за последний год. Учитывая также отсутствие очевидных драйверов роста операционного денежного потока данных компаний, в следующем году мы не исключаем роста их долговой нагрузки. Наиболее высокими затратами на CAPEX в 2014 году характеризуются ФСК (1,8 EBITDA1П13 LTM) и Ленэнерго (более 2,5 EBITDA1П13 LTM), поэтому реализация инвестиционных планов в намеченном объеме, вероятно, приведет к существенному росту долговой нагрузки, которая в настоящее время является умеренной (net debt/EBITDA – в пределах 2,5x). В целях предотвращения заметного ухудшения финансовых метрик ФСК направила заявку на получение 100 млрд руб. бюджетных средств из Фонда национального благосостояния. Кроме того, инфраструктурные и монопольные компании, по нашему мнению, могут реализовать программу оптимизации операционных расходов. Несмотря на данные возможности, в 2014 году мы ожидаем ухудшения финансового профиля большинства монопольных и инфраструктурных компаний, а также большого объема предложения их новых выпусков на долговых рынках.

В целом по сектору риски рефинансирования в 2014 году останутся низкими, учитывая инфраструктурную значимость компаний, их доступ к банковским кредитам, долговому рынку и достаточность накопленной большинством компаний на последнюю отчетную дату ликвидности для погашения основной части краткосрочного долга. На общем фоне наиболее существенными рисками рефинансирования в 2014 году характеризуется МРСК Юга: компания отличается наиболее высокой долговой нагрузкой и имеет небольшой запас денежных средств на 30.06.2013, достаточный для погашения 30% краткосрочного долга.

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Виталий Киселев	v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации	Юлия Шабанова	j.shabanova@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Максим Симагин	m.simagin@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Александр Валканов	a.valkanov@zenit.ru
Валютные и рублевые облигации	Юлия Паршина	y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Макроэкономика	Владимир Евстифеев	v.evstifeev@zenit.ru
Макроэкономика/кредитный анализ	Кирилл Сычев	k.sychev@zenit.ru
Кредитный анализ	Евгений Чердаков	e.cherdakov@zenit.ru
Количественный анализ	Дмитрий Чепрагин	d.chepragin@zenit.ru
Акции	Евгения Лобачева	eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

		ibcm@zenit.ru
Рублевые облигации	Денис Ручкин	d.ruchkin@zenit.ru
	Андрей Пашкевич	a.pashkevich@zenit.ru
	Фарида Ахметова	f.akhmetova@zenit.ru
	Марина Никишова	m.nikishova@zenit.ru
	Вера Панова	vera.panova@zenit.ru
	Алексей Басов	a.basov@zenit.ru
	Екатерина Гашигуллина	e.gashigullina@zenit.ru

Департамент доверительного управления активами

Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
	Иван Рыжиков	i.ryzhikov@zenit.ru
Доверительное управление активами	Яков Петров	y.petrov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2013 Банк ЗЕНИТ.