

ДЕВАЛЬВАЦИЯ РУБЛЯ: ПЕРВЫЕ ИТОГИ И ОЖИДАНИЯ

Резкая девальвация большинства валют на развивающихся рынках в начале года заставила инвесторов задуматься о внесении корректив в свои планы. Коррекция прошлой недели дала нам возможность узнать мнение российских и международных институциональных клиентов, а также сделать первую оценку влияния девальвации рубля на российские компании.

Основные наши наблюдения и ожидания рынка

- ▶ Январская девальвация рубля – умеренная на фоне 2008-2009 гг.
- ▶ Международные и локальные институциональные инвесторы на горизонте 2-3 месяцев ожидают укрепления рубля.
- ▶ Локальные инвесторы планируют увеличить свои вложения в ОФЗ и еврооблигации.
- ▶ Больше половины локальных игроков ожидают, что ценовая динамика ОФЗ на горизонте 2-3 месяцев будет лучше рынка.
- ▶ Главными негативными факторами для российского финансового рынка остаются падение рубля и слабый экономический рост. Среди позитивных факторов – дальнейшая либерализация локального рынка облигаций, замедление инфляции и политика процентных ставок ЦБ РФ.

Основные выводы

- ▶ Текущие уровни доходностей ОФЗ предоставляют возможность для начала формирования позиции в длинных ОФЗ.
- ▶ На первичном рынке облигаций может открыться «окно» для первичных размещений.
- ▶ На горизонте двух месяцев компании-экспортеры могут столкнуться с риском укрепления рубля.

Наши рекомендации

- ▶ Покупка длинных ОФЗ. Инвесторы, имеющие доступ к рынку деривативов, могут также рассмотреть идею приобретения ОФЗ (10-15 лет) и последующей покупки кросс-валютного свопа.
- ▶ Для компаний-экспортеров имеет смысл сейчас увеличить объемы продажи валютной выручки.
- ▶ В случае укрепления рубля компаниям стоит рассмотреть возможность выпуска рублевых долговых инструментов с последующей продажей кросс-валютного свопа.

Ожидания по динамике курса рубля в обозримой перспективе

Текущую девальвацию рубля на фоне прошлого кризиса можно назвать умеренной. С начала 2014 года рубль потерял к доллару США 5,4%. За аналогичный период 2009 г. (предыдущий кризис) рубль потерял 19%, а с июля 2008 г. (докризисные максимумы) по февраль-март 2009 г. (минимумы) снижение составило 36%.

Международные институциональные инвесторы считают коррекцию рубля временной, в среднесрочной перспективе ожидают, что локальные валюты стран с развивающейся экономикой, включая рубль, будут находиться под давлением. Вместе с тем данное обесценение должно оказать поддержку макроэкономическим показателям стран.

Алексей Демкин, CFA

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Юрий Тулинов, CFA

+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

Yury.Tulinov@gazprombank.ru

Локальные инвесторы в ближайшие 2-3 месяца не ждут дальнейшего обесценения рубля, допускают укрепление национальной валюты до 33 руб./долл.

Консенсус-прогноз аналитиков Bloomberg, составленный на основе мнений, собранных после 20.01.2014, предполагает некоторое укрепление рубля – до 34,23 руб. на горизонте двух месяцев.

Наши ожидания близки к мнению локальных инвесторов: умеренное укрепление рубля в краткосрочной перспективе (2 месяца) до 33,30-34,00 руб./долл. на фоне «перепроданности» российской валюты и сезонного роста экспорта. В дальнейшем мы ожидаем возобновления давления на курс рубля.

Рублевый рынок: время действовать?

Ожидание продолжения повышательной коррекции курса рубля может предоставить российским заемщикам возможность выйти на локальный рублевый рынок облигаций в ближайшие 2-3 месяца. Поддержку рынка могут оказать денежные средства, получаемые инвесторами от погашения рублевых облигаций, выплат купонов и исполнения пут-опционов, которые могут быть возвращены на рынок (на февраль выпадает один из «пиков» погашений и выплат по купонам в этом году (103 млрд руб.), на пут-опционы приходится 211 млрд руб., из которых, по опыту последних месяцев, в среднем исполняется около 50%).

Корпоративным заемщикам сигналом для выхода на рынок может послужить успешный аукцион по размещению ОФЗ: 12 февраля (после трехнедельной паузы) Минфин разместил 20 млрд руб. по 10- и 5-летним бумагам, оба аукциона прошли без премии к рынку и с заметным переспросом (2,4x по 10-летней бумаге, 1,6x – по 5-летней). Еще одним поводом для эмитентов рассмотреть возможность размещения новых бондов может стать заседание совета директоров ЦБ РФ, намеченное на 14 февраля. Мы полагаем, что регулятор может смягчить риторику с учетом замедления инфляции – до 6,1% на 10 февраля 2014 г. (против 6,5% на начало года). ЦБ РФ также должен упомянуть возможное влияние наблюдаемого ослабления рубля на инфляционные процессы.

Влияние девальвации: экономический рост и бюджет

В среднесрочной перспективе российская экономика и бюджет выигрывают от обесценения рубля.

Позитивный эффект девальвации на федеральный бюджет – рост среднегодового курса доллара США на 1 руб., по нашим оценкам, позволяет сократить годовой дефицит бюджета РФ на 250 млрд руб. Федеральный бюджет на 2014 год составлен с дефицитом в 390 млрд руб. (0,6% от ВВП) при прогнозном среднем курсе 33,40 руб./долл. Средний курс рубля за первые недели года мы оцениваем в 34 руб./долл. (30,2 руб. за долл. за аналогичный период прошлого года). Бюджет РФ становится сбалансированным при среднегодовом курсе доллара США в 35 руб.

Сокращение дефицита бюджета снизит потребность Минфина РФ в привлечении долгового финансирования. Заложенный в бюджете объем чистых внутренних заимствований в 2014 г. – 485 млрд руб., чистых внешних заимствований – 5,7 млрд долл.

Позитивный эффект девальвации для ВВП – рост среднегодового курса доллара США на 1 руб., по нашим оценкам, может укорить темпы прироста реального ВВП на 0,2 п.п. только за счет компоненты чистого экспорта. Так, если реализуется прогноз Минэкономразвития по приросту ВВП России в 2014 г. (2,5%), то рост среднегодового курса доллара США на 1 руб. может увеличить этот показатель до 2,7%.

Анализ влияния девальвации на российские компании

Ведущие российские компании «усвоили уроки» кризиса 2009 года, приложив усилия для оптимизации кредитных портфелей по валюте и срочности, воспользовавшись благоприятной конъюнктурой, складывающейся на долговых рынках.

Компании-экспортеры, составляющие костяк российских «голубых фишек», представленных на публичных рынках, в основном выигрывают от девальвации курса рубля в долгосрочной перспективе за счет сочетания валютной выручки и рублевых операционных издержек.

Те компании, чья деятельность ориентирована на внутренний рынок, а обязательства в основном номинированы в американских долларах, как правило, либо не имеют единовременных крупных валютных выплат в 2014 г., либо обладают доступом к различным источникам рефинансирования долга.

Нефтегазовый сектор

Низкая подверженность сектора валютным рискам в долгосрочной перспективе. Существенная часть выручки номинирована в долларах или зависит от долларовых benchmark цен на нефть / нефтепродукты, что соответствует валютной структуре долга (для большинства покрываемых компаний сектора ~70-95% долга приходится на валютные инструменты).

Денежный поток компаний нефтегазового сектора в рублевом выражении растет на фоне девальвации рубля благодаря существенной доле рублевых операционных затрат (~40-100%, заметно выше рублевой составляющей в выручке). В долларовом выражении темпы снижения денежного потока на порядок ниже темпов девальвации национальной валюты.

Нефтесервисные компании подвержены рискам, так как имеют рублевую выручку, валютный долг и валютные инвестиционные расходы (закупка импортного оборудования). В то же время крупных выплат по долгу в 2014 г. нет, а инвестиционный бюджет очень гибкий (могут существенно сократить объемы).

Таблица 1. Оценки Газпромбанка подверженности компаний нефтегазового сектора валютным рискам без учета валютного хеджирования

КОМПАНИЯ	ВЫРУЧКА 2013, МЛРД РУБ.	% РУБЛ. ВЫРУЧКИ ⁽¹⁾	% РУБЛ. ОПЕРАЦ. ЗАТРАТ	ЕВИТДА 2013, МЛРД РУБ.	ИЗМЕНЕНИЕ ЕВИТДА ПРИ ДЕВАЛЬВАЦИИ НА 10% ⁽²⁾ , МЛРД РУБ.	ДОЛГ 2013, МЛРД РУБ.	% РУБЛ. ДОЛГА 2013	ДОЛГ/ЕВИТДА	
								2013	ДЕВАЛЬВАЦИЯ НА 10% ⁽²⁾
Газпром	5 289	43%	57%	1 869	+148	1 805	12%	1,0x	1,0x
Роснефть	4 682	21%	36%	935	+44	2 338	13%	2,5x	2,6x
ЛУКОЙЛ	4 446	20%	~50%	595	+30	357	0%	0,6x	0,6x
Транснефть	562	95%	75%	265	+4	451	29%	1,7x	2,2x
НОВАТЭК	298	74%	95%	120	+7	144	31%	1,2x	1,2x
СИБУР	265	42%	85%	77	-4	94	13%	1,2x	1,5x
Alliance Oil	121	70%	60%	22	-0,3	73	34%	3,3x	3,5x
EDC	111	~100%	~100%	30	0	39	0%	1,3x	1,4x
IGSS	21	~100%	~100%	4	0	12	0%	3,1x	3,4x

⁽¹⁾ рублевая выручка сильно коррелирует с валютной ценой на мировых рынках

⁽²⁾ 10%-ный рост курса доллара по сравнению со средним курсом за 2013 г., до 35 руб.

Источник: оценки Газпромбанка, Bloomberg, данные компаний

Компании металлургии и горной добычи

Влияние девальвации на представителей металлургического сектора схоже с влиянием на вышеупомянутые нефтегазовые компании.

Низкая подверженность сектора валютным рискам. Существенная часть выручки металлургических и добывающих компаний номинирована в долларах или тесно коррелирует с долларовой ценой на сырье / металлы, что соответствует валютной структуре долга (66-100% долга приходится на валютные инструменты).

Компании металлургического сектора выигрывают от девальвации рубля в долгосрочной перспективе благодаря существенной доле рублевых операционных затрат (40-90%, заметно выше рублевой составляющей в выручке).

Существенные масштабы девальвации негативны для стальных компаний, так как могут ударить по внутреннему спросу (в частности, со стороны отрасли строительства).

► **ТМК – умеренные валютные риски.** 70% выручки ТМК номинировано в рублях. Цены на трубы на российском рынке коррелируют с ценами на лом и сталь (которые зависят от долларовых мировых цен), но устанавливаются на полугодовой основе. В структуре долга преобладают обязательства в долларах (63%). Основной объем погашений в 2014 г. приходится на рублевый долг.

Таблица 2. Оценки Газпромбанка подверженности компаний металлургии и добывающего сектора валютным рискам без учета хеджирования

КОМПАНИЯ	ВЫРУЧКА 2013, МЛРД РУБ.	% РУБЛ. ВЫРУЧКИ ⁽¹⁾	% РУБЛ. ОПЕР. ЗАТРАТ	ЕВИТДА 2013, МЛРД РУБ.	ИЗМЕНЕНИЕ ЕВИТДА ПРИ ДЕВАЛЬВАЦИИ НА 10% ⁽²⁾ , МЛРД РУБ.	ДОЛГ 2013, МЛРД РУБ.	% РУБЛ. ДОЛГА 2013	ДОЛГ/ЕВИТДА	
								2013	ДЕВАЛЬВАЦИЯ НА 10% ⁽²⁾
Евраз	446	40%	50-60%	55	+15	281	22%	5,1x	3,9x
Северсталь	415	45%	65%	64	+1	160	21%	2,5x	2,2x
Норильский никель	345	10%	80-85%	127	+8	165	22%	1,3x	1,2x
НЛМК	345	40%	35%	48	+9	130	31%	2,7x	2,2x
РУСАЛ	306	-0%	75-80%	20	+23	350	4%	14x	8,5x
Мечел	293	50%	75-80%	25	+23	292	58%	12x	6,3x
ММК	259	85%	60%	32	+9	116	32%	3,4x	2,6x
ТМК	210	70%	50%	33	+1	43	34%	3,6x	3,3x
АЛРОСА	169	14%	90%	69	+16	150	24%	2,3x	1,9x
Полюс Золото	72	-0%	80-85%	27	+6	39	0%	1,0x	1,1x

⁽¹⁾ рублевая выручка сильно коррелирует с валютной ценой на мировых рынках

⁽²⁾ 10%-ный рост курса доллара по сравнению со средним курсом за 2013 г., до 35 руб.

Источник: оценки Газпромбанка, Bloomberg, данные компаний

Производители удобрений, электроэнергетика, телекоммуникации, розничный сектор

Химическая отрасль (производители удобрений – Уралкалий, Акрон, Фосагро, Еврхим): ситуация аналогична той, что сложилась в металлургическом и добывающем секторах. Большой объем экспортной выручки (55-90%) обеспечивает естественное хеджирование от девальвации рубля в условиях высокой доли валютного долга (66-100%). Номинированные в рублях операционные издержки обеспечивают позитивный эффект от обесценения рубля на финансовый результат.



Электроэнергетика: низкая подверженность валютным рискам. Большинство компаний сектора не получают валютной выручки, при этом в структуре кредитных портфелей преобладает рублевая составляющая. В частности, у **ФСК** 100% выручки и 100% долга номинированы в рублях.

Телекоммуникационные компании: низкий риск. МТС, Ростелеком, Мегафон генерируют 90-100% выручки в России в рублях, операционные издержки также в основном рублевые. В структуре долга доминируют рублевые обязательства (78-100%). Умеренный валютный риск несет Vimpelcom Ltd.: при доле рублевой выручки в 41% лишь около 19% долга номинировано в рублях. Выплаты по долгу, номинированному в валюте, составляют в 2014 г. около 770 млн долл.

Ритейл: низкий риск. Структура кредитных портфелей покрываемых компаний (**Магнит, X5 Retail Group, О'Кей, Дикси**) также приведена в соответствие со структурой доходов (100% в рублях).



Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA +7 (495) 980 43 10
И.О. НАЧАЛЬНИКА ДЕПАРТАМЕНТА Alexey.Demkin@gazprombank.ru

АНАЛИЗ ФОНДОВОГО РЫНКА

НЕФТЬ И ГАЗ Александр Назаров +7 (495) 980 43 81 Иван Хромушин +7 (495) 980 43 89 Алексей Дорохов +7 (495) 983 18 00 (доб. 54504)	МЕТАЛЛУРГИЯ Наталья Шевелева +7 (495) 983 18 00 (доб. 21448) ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ СЕКТОР Виталий Баикин +7 (495) 983 18 00 (доб. 54072)	ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ РЫНКОВ И АКЦИЙ Владимир Кравчук, к. ф.-м. н +7 (495) 983 18 00 (доб. 21479) ТРАНСПОРТ И УДОБРЕНИЯ Михаил Ганелин +7 (495) 983 18 00	БАНКОВСКИЙ СЕКТОР Андрей Клапко +7 (495) 983 18 00 (доб. 21401) ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ И МЕДИА Сергей Васин +7 (495) 983 18 00 (доб. 54508)	СТРАТЕГИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ Александр Назаров +7 (495) 980 43 81 Андрей Клапко +7 (495) 983 18 00 (доб. 21401) Эрик Де Пой +7 (495) 983 18 00 (доб. 54440)
--	---	---	--	---

АНАЛИЗ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

СТРАТЕГИЯ Алексей Тодоров +7 (495) 983 18 00 (доб. 54443)	Яков Яковлев +7 (495) 988 24 92	КРЕДИТНЫЙ АНАЛИЗ Юрий Тулинов, CFA +7 (495) 983 18 00 (доб. 21417)	Екатерина Зиновьева +7 (495) 983 18 00 (доб. 54442)
--	------------------------------------	---	--

Торговля и продажи

Санжар Аспандияров +7 (499) 271 90 99
ИСПОЛНИТЕЛЬНЫЙ ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ Sanjar.Aspandiarov@gazprombank.ru

Константин Шапшаров
НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ — УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
+7 (495) 983 18 11 | Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Андрей Миронов
НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ — УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
+7 (495) 428 23 66 | Andrei.Mironov@gazprombank.ru

ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

ПРОДАЖИ
Светлана Голодинкина
+7 (495) 988 23 75
Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03

ТРЕЙДИНГ
Александр Питалеф
Старший трейдер
+7 (495) 988 24 10
Денис Войниконис
+7 (495) 983 74 19
Артем Белобров
+7 (495) 988 24 11

ПРОДАЖИ
Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80
Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80
Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82
Себастьян де Принсак
+7 (495) 989 91 28
Роберто Пеццименти
+7 (495) 989 91 27

ТРЕЙДИНГ
Елена Капица
+7 (495) 988 23 73
Дмитрий Рябчук
+7 (495) 719 17 74
Николай Юкович
+7 (499) 271 91 04 (доб. 59104)
Станислав Пономаренко
+7 (499) 271 91 05 (доб. 59105)

ТОРГОВЛЯ И ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Брокерское обслуживание

Максим Малетин +7 (495) 287 63 36
НАЧАЛЬНИК УПРАВЛЕНИЯ — УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР broker@gazprombank.ru

ПРОДАЖИ

Александр Лежнин
+7 (495) 988 23 74
Анна Нифанова
+7 (495) 989 91 29
Ирина Руссова
+7 (499) 271 90 68

Григорий Погосов
+7 (499) 271 90 54
Валентина Сычева
+7 (495) 988 23 05

Ольга Трусова
+7 (495) 287 61 00
Ирина Герасимова
+7 (495) 287 61 00

Денис Филиппов
+7 (495) 428 49 64
Антон Алешин
+7 (495) 983 18 89

ТРЕЙДИНГ +7 (800) 200 70 88

Тимур Зубайраев, CFA
+7 (495) 913 78 57
Владимир Красов
+7 (495) 719 19 20

Операции на рынках капитала

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Павел Исаев
ИСПОЛНИТЕЛЬНЫЙ
ВИЦЕ-ПРЕЗИДЕНТ —
НАЧАЛЬНИК ДЕПАРТАМЕНТА

+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Марина Алексеенкова
УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
+7 (495) 989 91 45

Игорь Доннио
УПРАВЛЯЮЩИЙ ДИРЕКТОР
+7 (495) 983 17 18