

Без права на ошибку

СТРАТЕГИЯ 2015



В 2014 г. мировые рынки окончательно разобрались с фаворитами. Безусловным лидером стали Соединенные Штаты, которые смогли продуктивно использовать весь потенциал третьего раунда политики количественного смягчения. В результате мы увидели умеренный рост экономики, улучшения на рынке труда и в инвестиционной сфере. Явным аутсайдером была еврозона, где, несмотря на значительное улучшение финансовых условий, крупнейшие экономики только-только выбрались из рецессии и обещают скромный рост в 2015 г. Разница между перспективами изменения денежно-кредитных политик Федрезерва и европейского Центробанка уже задает тон мировому движению капиталов, и, вероятно, будет одним из основных драйверов в следующем году. Развивающиеся рынки продолжили бороться с потерей привлекательности и также разделились на два лагеря. Первые попытаются постепенно компенсировать отток иностранного капитала и падение цен на сырье через развитие внутреннего потенциала и проведение структурных реформ. У вторых шансов самостоятельно выкарабкаться гораздо меньше. В этих условиях поведение глобальных инвесторов станет очень избирательным, а их интерес, скорее всего, переключится на более надежные гавани. Российская экономика явно входит в слабую группу EM по множеству причин. Главное – это отсутствие перспектив самостоятельного роста. Оказавшись отрезанной от западных рынков капитала, отечественная экономика в течение года будет неизбежно бороться с наиболее актуальными проблемами, возникшими под давлением геополитических условий и потери доверия в лице мирового инвестиционного сообщества. Это необходимый шаг для начала запуска более глубоких преобразований экономических процессов: диверсификации, импортозамещения, общего повышения эффективности и конкурентоспособности.

Развитые экономики: лидеры и аутсайдеры с. 3

Развивающиеся экономики: каждый сам за себя с. 6

Экономика России: без надежды на чудо с. 8

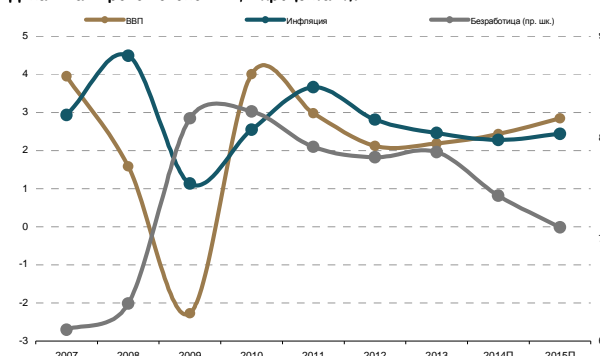
Долговой рынок с. 12

Кредитные перспективы с.17

Развитые экономики: лидеры и аутсайдеры

Различия в проводимых мерах по стимулированию роста разделили страны с развитой экономикой на два принципиально различных лагеря. Первые успешно реализовали меры количественного смягчения и, добившись отклика от экономики, вернулись близко к траектории докризисного роста. Вторые – либо были не столь эффективны в реализации монетарных мер поддержки, либо запустили печатный станок позже остальных и пока еще не получили необходимой проекции на темпы экономического роста. Со сворачиванием масштабной эмиссии американской валюты гонка за высокими доходностями практически завершена. На этом фоне неявные валютные войны теперь играют не на руку тем, кто прежде этим злоупотреблял.

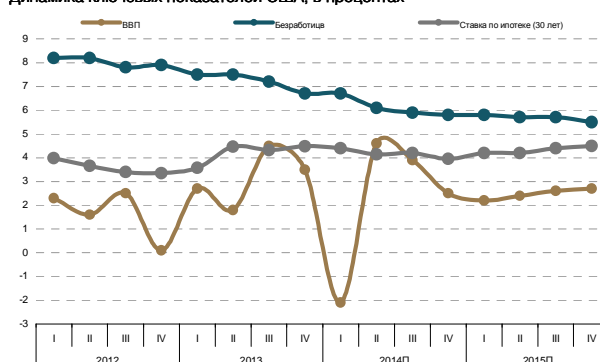
Динамика мировой экономики, в процентах г/г



США: QE завершилось, риски остаются

- Экономика США на протяжении 2014 г. чувствовала себя неплохо: производственный сектор восстановился, инвестиционная активность продолжила расти. Исключение составил лишь I квартал, когда в результате погодных факторов темпы роста ВВП были отрицательными по большинству компонентов.
- На протяжении большей части года экономику поддерживала программа количественного смягчения, реализуемая Федрезервом. Она продолжала удерживать стоимость ипотечных кредитов на комфортном уровне, позволив населению сохранить умеренную потребительскую активность за счет высвободившихся денег из-за рефинансирования жилищных кредитов.
- Ключевыми драйверами роста в 2014 г. были конечное потребление (+1.3 пп к росту ВВП) и инвестиции (+0.9 пп). Между тем, давление на экономику наблюдалось со стороны внешней торговли, чистый экспорт отнимал от ВВП около 0.4 пп роста.
- Отличительной особенностью года стало улучшение на рынке труда. Показатель общей безработицы снизился за год с 6.7% до 5.8%. Во многом это было вызвано не экономическими, а демографическими факторами. Тем не менее, среднегодовой прирост новых рабочих мест (Nonfarm Payrolls) составил около 240 тыс. в месяц, что на 24% выше значений 2013 г. Текущий год также прошел успешно с точки зрения качественных показателей занятости. Показатель длительной безработицы (более 27 недель) сократился на 30% до 2.81 млн чел., а число людей, которые смогли трудоустроиться лишь с частичной занятостью – на 11% до 6.85 млн.
- По нашим оценкам, действие третьей программы выкупа активов со стороны ФРС добавило к темпам роста ВВП в 2014 г. около 0.7 пп. Здесь мы исходим из позитивного влияния на темпы жилищного строительства и дополнительного стимулирования потребительских расходов.
- Стоит также отметить снижение политических рисков для США в следующем году. Выборы в Конгресс («промежуточные выборы») позволили республиканцам получить большинство в обеих палатах парламента. Таким образом, любые непопулярные решения со стороны демократов будут блокироваться консерваторским большинством.

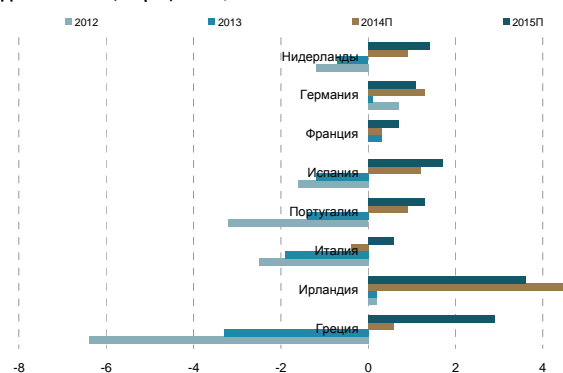
Динамика ключевых показателей США, в процентах



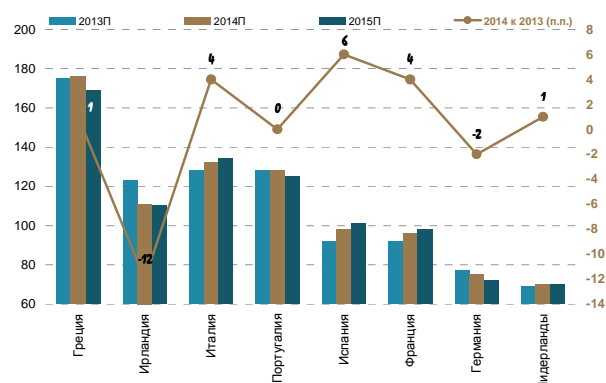
ЕВРОЗОНА: минимальный рост после рецессии

- Ключевой особенностью еврозоны в 2014 г. стало установление комфортных условий на финансовом рынке региона. Европейский Центробанк окончательно сместил акценты в сторону обширной стимулирующей денежно-кредитной политики. Объемы программы количественного смягчения не объявлены, однако, с учетом риторики представителей регулятора, она может достигнуть суммы в 1 трлн евро.
- Условия для реализации программ количественной поддержки выглядят комфортными как никогда ранее. Инфляционные риски, которых еще 2-3 года назад опасались денежные власти еврозоны, так и не оправдались. Более того, сейчас существует угроза в виде дефляционного сценария, что фактически развязывает руки ЕЦБ в отношении новых мер поддержки. Так, годовые темпы инфляции в 2014 г. замедлились практически втрое – до 0,5%. С учетом относительно слабых перспектив роста потребительских расходов, в 2015 г. темпы инфляции повысятся незначительно.
- Политическая обстановка в регионе была достаточно спокойной, если не принимать в расчет ситуацию с Украиной. Большинство правящих элит сохранили свой курс, однако реализация так необходимых структурных преобразований так и не набрала темпа.
- Основные препятствия для заметного роста экономик стран еврозоны остаются прежними. Для периферийных стран – это невозможность реализации прежней модели роста через финансирование повышения ВВП за счет заемных ресурсов. Требования Еврокомиссии и международных кредиторов по повышению эффективности не позволяют таким странам демонстрировать прежние докризисные темпы роста. Таким образом, страны ведут политику по мобилизации внутренних источников повышения эффективности, а взамен получают стабильность финансового рынка и относительно дешевое рефинансирование набранных в период кризиса дорогостоящих долгов. Тем не менее, необходимость более радикальных структурных реформ создает две ключевые проблемы: длительное время на проявление эффективности таких действий, а также перманентно-нестабильная политическая ситуация из-за непопулярности таких реформ.
- Для развитых стран региона, которые сохраняют возможность занимать благодаря некритичному уровню долг/ВВП, ступором роста стали еще более глубокие процессы в силу большей диверсификации экономик. Потребительская активность остается невысокой, во многом из-за по-прежнему подавленной кредитной активности. Крупнейшие экспортеры еврозоны пока еще не получили в полной мере поддержку от стремительного ослабления евро против доллара и прочих основных конкурентов. Внутренний спрос в зоне евро, на фоне практически нулевой динамики ВВП, также невелик.
- В целом, основным препятствием для роста экономики еврозоны стало медленное улучшение на рынке труда. Рост числа вновь созданных рабочих мест и снижение уровня безработицы были скромными, несмотря на минимальное инфляционное давление и улучшающиеся условия кредитования. В отличие от США с давно реализуемой политикой количественного смягчения, еврозона находится в начале этого пути. Между тем, у нас есть определенные сомнения в том, что этот путь может быть пройден также успешно через связку сокращения стоимости расходов на ипотеку и последующее увеличение потребительских расходов.

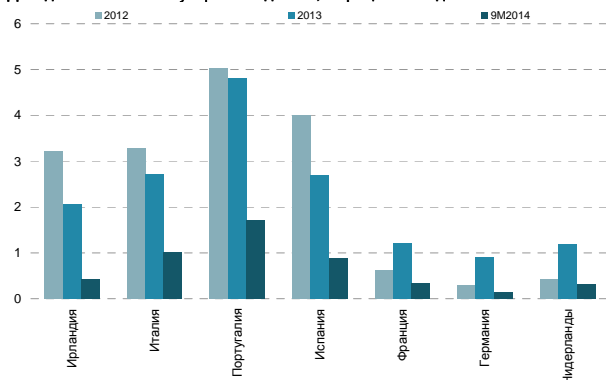
Динамика ВВП, в процентах г/г



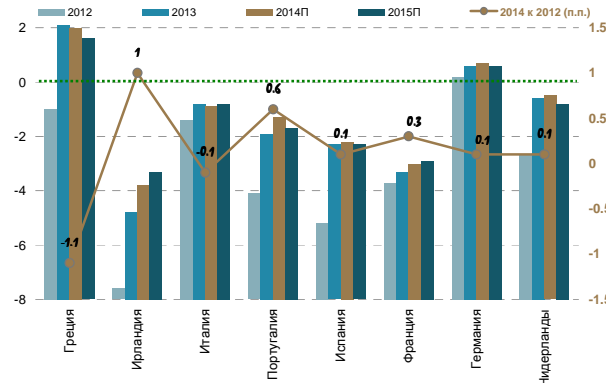
Динамика долга, в процентах к ВВП



Доходность 5-летних суверенных долгов, в процентах годовых



Динамика баланса бюджета



Источник: Еврокомиссия

Тенденции и перспективы DM на 2015 год

- Раскол в темпах роста и экономических перспективах в развитых экономиках, несмотря на пока небольшую разницу в динамике ВВП, будет ключевой темой для инвесторов при выборе стратегии на 2015 год.
- Фаворитом выступают США, поскольку среди наиболее вероятных действий рассматривается повышение базовой процентной ставки ФРС на 25-50 бп в течение следующего года. Эффект от этих ожиданий мы уже наблюдаем в стремительном укреплении доллара к евро и большинству прямых конкурентов. Так, индекс доллара в текущем году уже укрепился на 11% против 0.3% за весь 2013 год.
- Завершение периода долларовой эмиссии неизбежно приведет к прекращению гонки за доходностями на глобальном рынке. Потенциал укрепления доллара США, как наиболее защитная гавань, создают все предпосылки для того, чтобы капитал вернулся на ту сторону Атлантики. Это ограничит рост доходностей казначейских обязательств США даже в период ужесточения денежно-кредитной политики.
- В свою очередь, укрепление доллара создает риски давление на экономику со стороны внешней торговли. Удорожание американских товаров в сочетании со слабостью основных потребителей американского экспорта может привести к усилению негативного влияния со стороны чистого экспорта.
- Еще одной проблемой для экономики США будет прекращение действия программ количественного смягчения, что лишит экономику около 0.7 пп в темпах годового роста. По нашим оценкам, для компенсации этого снижения и сохранения темпов роста на уровне 2.0-2.5% г/г потребуются соблюдение двух условий. Первое – это устойчивый рост занятости на среднегодовом уровне не менее 285 тыс. в месяц по показателю Nonfarm Payrolls. Второе – темпы роста капитальных инвестиций будут находиться в диапазоне 7-9% г/г.
- Для экономики еврозоны основным риском будет дефляционный сценарий и меры европейского Центробанка по его предотвращению. Текущие инфляционные ожидания позволяют масштабно воспользоваться инструментами количественного смягчения. Однако сочетание разнородных моделей экономик в еврозоне может привести к тому, что меры ЦБ окажутся эффективными лишь для развитых стран, где сохраняется потенциал роста потребительских расходов по аналогии с ситуацией в экономике США в 2013-2014 гг.
- Ослабление евро, вероятно, продолжится по мере прояснения объемов и списка инструментов программы выкупа активов, а также в случае первого шага к ужесточению процентной политики ФРС США. Такое движение в первую очередь вновь поддержит лишь сильнейшие экономики еврозоны, которые ориентированы на экспорт.
- Для периферийных экономик еврозоны программы ЕЦБ будут наименее эффективными, даже если регулятор сможет согласовать программу выкупа государственных облигаций. Уже сейчас на финансовых рынках таких стран сформировались относительно комфортные условия, при этом рассчитывать на что-то большее в результате мер ЕЦБ пока не приходится. Экономики европейской периферии, как правило, находятся в самом начале пути структурных преобразований, поэтому в лучшем случае они смогут удержать околонулевые темпы роста.

Прогноз по экономике США

	2013	2014П	2015П
ВВП*	2.2	2.3	2.5
Потреб.расходы*	1.3	1.4	1.6
Инфляция*	1.5	1.7	1.5
Безработица, %	7.4	5.8	5.5
Дефицит бюджета, % от ВВП	3.3	2.9	2.6
Дефицит текущего счета, % от ВВП	-2.4	-2.3	-2.3
Базовая ставка ФРС	0.25	0.25	0.75
EUR/USD	1.37	1.24	1.18
Доходность 10-летних бондов	3.03	2.32	3.00

*В процентах, г/г

Источник: BEA, BLS, Bloomberg

Прогноз по экономике еврозоны

	2013	2014П	2015П
ВВП*	-0.5	0.8	1.1
Потреб.расходы*	-0.6	0.7	1.1
Инвестиции*	-2.5	0.6	1.7
Инфляция*	1.4	0.5	0.8
Безработица, %	11.9	11.6	11.3
Чистые займы**	2.9	2.6	2.4
Расх. на обл. долга**	2.8	2.7	2.7
Дефицит бюджета**	1.2	1.1	1.1
Долговая нагрузка**	93.1	94.5	94.8
Профицит торгового баланса**	2.7	2.9	3.1
Профицит текущего счета**	2.4	2.5	2.6

*В процентах, г/г

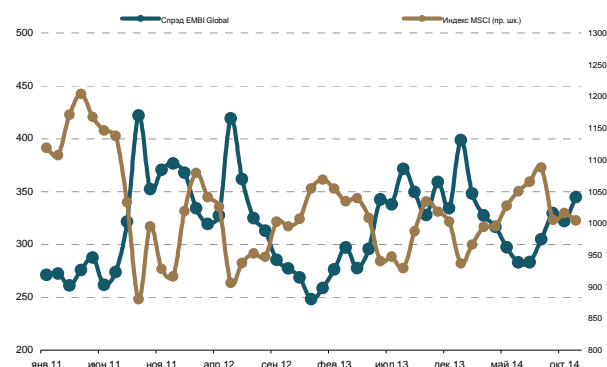
Источник: Еврокомиссия

**В процентах от ВВП региона

Развивающиеся экономики: каждый сам за себя

Золотая эпоха для развивающихся экономик окончательно канула в лету после сокращения спроса со стороны крупнейших стран и снижения цен на большинство сырьевых товаров. Доступ к дешевым западным деньгам усложнился, приток иностранных инвестиций уменьшился до минимальных значений. В этих условиях экономические перспективы EM выглядят невзрачно: их восстановление напрямую зависит от развитых стран, и лишь некоторые из них имеют шансы выстроить умеренную экономическую экспансию, опираясь преимущественно на внутренние точки роста. Таким образом, раскол перспектив и будущих темпов роста, как и в случае развитых экономик, выглядит неизбежным. Демонстрируя готовность к структурным преобразованиям, развивающиеся страны должны проделать огромный путь для восстановления репутации перспективного направления для иностранных инвестиций.

Показатели интереса инвесторов к активам EM



Источник: MSCI, JPM

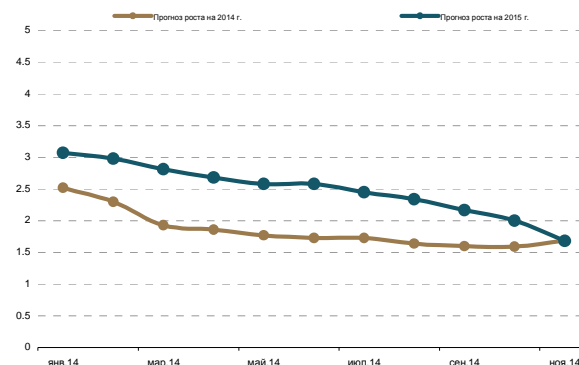
Группа I. С надеждой на внутренние источники роста

- Первая группа развивающихся стран представляет собой наиболее перспективные направления для инвестиций. Это страны, которые сформировали минимально-необходимые условия для дальнейшего развития в полуавтономном режиме. Как правило, эти страны не похожи на исключительно сырьевую модель EM, а в большинстве имеют более развитые обрабатывающие сектора. Помимо этого, такие страны сохраняют потенциал стимулирования внутреннего роста за счет положительных демографических процессов, миграции населения и повышения урбанизации.
- Главной задачей для таких стран является развитие внутреннего потребления как опоры для умеренных темпов экономического роста. Как правило, это возможно достичь за счет повышения социального обеспечения населения и урбанизации, что позволит снизить норму сбережений и тем самым обеспечить приток потребительских расходов.
- Страны с относительно высоким объемом международных резервов и отсутствием статуса проблемного региона в глаза мирового сообщества могут временно заместить снижение внешних инвестиций за счет внутренних источников.
- Наиболее ярким представителем этой группы является Китай. За период промышленного бума и высоких доходов от внешней торговли эта страна имеет верные перспективы для будущего умеренного роста экономики, который будет базироваться во многом на внутренних источниках роста. Высокая норма сбережений китайских граждан обусловлена низким уровнем социального обеспечения. Если меры китайской компартии будут затрагивать улучшение социальных условий, Китай сможет произвести ребалансировку драйверов роста экономики, отдав важную роль именно потребительской активности. Безусловно, в условиях такой трансформации, было бы ошибкой ожидать прежних высоких темпов роста, однако в случае успеха они смогут успешно конкурировать с развитыми экономиками за долю в мировом инвестиционном капитале.
- Среди прочих стран, которые имеют шансы в ближайшие несколько лет занять свое «место под солнцем» - преимущественно азиатские страны, где наблюдается уверенный рост численности населения и тенденция к росту коэффициента урбанизации (Индия, Индонезия и т.д.).

Группа II. С надеждой на восстановление цен на сырье

- Вторая группа развивающихся стран выглядит менее удачной. В результате многолетнего периода высокого внешнего спроса и цен на сырьевые товары эти страны не смогли в достаточной степени диверсифицировать экономику, и, либо накапливали золотовалютные резервы, либо использовали полученные сверхдоходы для щедрой бюджетной политики и стимулировали внутреннее потребление.
- Снижение внешнего спроса, ослабление национальных валют и падение цен на основное экспортное сырье фактически лишает такие страны преимуществ, заставляя модифицировать финансовую политику, сделав ее значительно скромнее. Таким образом, эти страны обречены на минимальные темпы роста или в отдельных случаях – рецессию.
- В таких условиях говорить о каких-либо даже скромных перспективах пока сложно. По аналогии с европейской периферией, заемные ресурсы для таких стран будут дороже, при этом реализовывать какие-либо инвестиционные проекты в условия сжатия внутреннего и внешнего спроса будет проблематично без правительственной директивы.

Динамика консенсус-прогноза Bloomberg по динамике ВВП региона EMEA на 2014 и 2015 гг.



Источник: Bloomberg

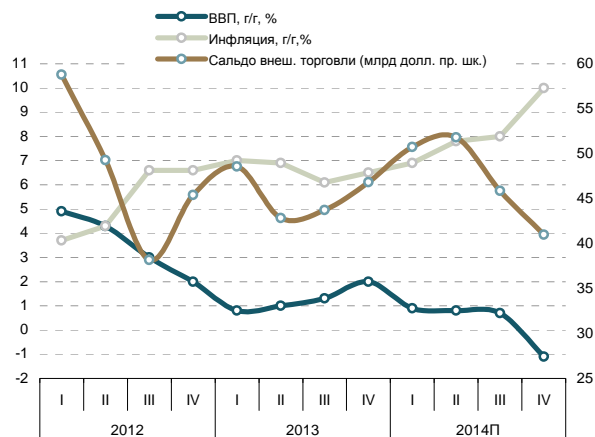
Тенденции и перспективы EM на 2015 год

- Более успешные развивающиеся страны, вероятно, запустят долгосрочный процесс, который будет призван сменить прежнюю модель экономики, которая стала неэффективной в условиях снижения спроса со стороны развитых рынков, а также падения цен на большинство видов сырья.
- Вместе с тем, такой процесс трансформации потребует значительного количества времени, для того, чтобы реформы показали свою эффективность. Иначе говоря, такие страны окажутся в фазе «перестройки» модели экономики и вряд ли смогут демонстрировать прежние высокие темпы роста. В целом же, такой процесс заложит основу для большей диверсификации экономики и сделает эти страны менее зависимыми от внешней турбулентности.
- Вторая группа стран, вероятно, будет находиться в процессе сокращения собственных appetites. Это выльется в ограничительную бюджетную политику, потерю значительной части доходов от внешней торговли и общее подавленное состояние инвестиционной сферы. В целом, такие страны будут очень схожи с европейской периферией, только стоимость внешних займов для них будет расти, а доверие инвесторов останется невысоким.
- Как итог, страны из менее развитых и диверсифицированных EM обрекают себя за рецессию или минимальные темпы роста до тех пор, пока внешние условия вновь не восстановятся.

Экономика России: без надежды на чудо

2014 г. оказал колоссальное давление на российскую экономику. События в Украине спровоцировали ряд проблем, которые навредили и без того слабой экономической активности. Финансовая изоляция крупнейших российских заемщиков, девальвация рубля и существенно выросшая инфляция стали во многом следствием геополитических процессов. И если еще год назад можно было надеяться на появление каких-либо позитивных сигналов от конечного потребления и капитальных инвестиций, то сейчас очевидно, что в следующем году экономика войдет в рецессию. Насколько затяжной она будет, зависит от множества факторов, главными из которых является продолжительность действия западных санкций и поведение сырьевых котировок. Ожидать скорой реакции от внутренних процессов повышения эффективности пока не приходится. Даже в случае выбора верных направлений, реализация поддержки таких процессов как импортозамещение или директивное наращивание капвложений потребует значительного количества времени.

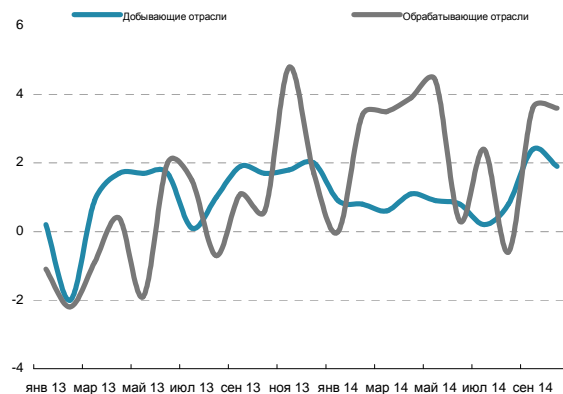
Ключевые показатели экономики



Промышленность

- Состояние промышленности в 2014 г. мало чем отличалось от предыдущего года, когда темпы роста были близкими к нулю. В условиях снижающейся активности в потреблении и инвестициях большинство отраслей промышленности не нашли дополнительных стимулов к росту. Между тем, введенные Россией ответные санкции в отношении европейских стран придали во втором полугодии небольшой импульс отраслям, нацеленным на конечного потребителя. Прежде всего, это пищевая и легкая промышленность. Неплохо себя чувствовали такие сегменты как металлообработка, производителей удобрений и труб. Товары инвестиционной группы оказались явными аутсайдерами.
- Добывающие отрасли окончательно спустились к темпам роста на 1-1.5% г/г. В условиях сжавшегося внешнего спроса, сырьевые отрасли поддерживали объемы производства на минимально необходимых уровнях. Аутсайдером здесь была газовая промышленность, тогда как нефтяной и угольных отраслях ситуация была более стабильной.

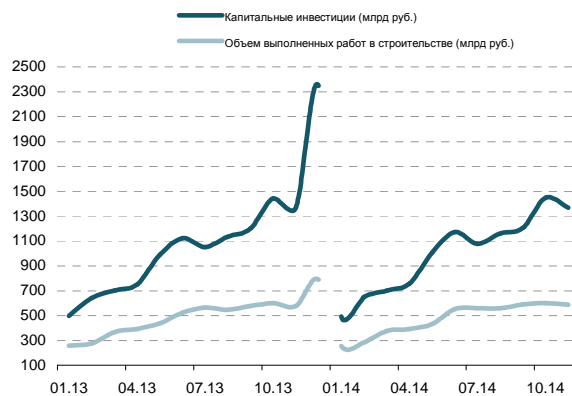
Промпроизводство



Инвестиции

- Инвестиционная активность в 2014 г. была одной из главных проблем для российской экономики. В первом полугодии темпы ее снижения были умеренными на фоне сокращающегося внутреннего спроса. Усиление девальвации рубля и западные санкции усилили давление на динамику капитальных инвестиций во втором полугодии. Слабость основных внешнеторговых партнеров РФ и низкая стоимость рубля обусловили резкое замедление инвестиций в основной капитал.
- Сектор жилищного строительства, на который приходится половина всех капвложений, чувствовал себя в еще более подавленном состоянии. Повышение рублевых ставок сделало ипотечные кредиты менее привлекательными, при этом и сами условия кредитования строительных отраслей ужесточились к концу года.

Капитальные инвестиции



Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин

Потребительские расходы

- Потребительские расходы замедлили прирост вдвое по сравнению с 2013 г. Причиной стала более скромная бюджетная политика в части социальных расходов, а также отсутствие роста доходов населения в частных секторах экономики. На протяжении всего 2014 г. мы наблюдали ужесточение условий по розничному кредитованию, что вначале было связано с ужесточением регулятивной нагрузки со стороны Центробанка, затем – с ужесточением денежно-кредитной политики ЦБ и существенным ростом просроченной задолженности.
- Конечное потребление потеряло статус одного из основных драйверов экономического роста. Среди прочих причин, давление на потребительскую активность было оказано со стороны дешевого рубля. Тем не менее, девальвационные ожидания спровоцировали волну повышенного спроса на товары длительного пользования дважды в 2014 г. – весной и осенью.

Внешний сектор

- Состояние внешнего сектора в 2014 г. было неплохим. Относительно высокая среднегодовая цена на нефть обеспечила относительно высокое положительное сальдо внешней торговли. При этом, объем импорта на фоне замедления инвестиций и продуктовых санкций в отношении ЕС начал заметно сокращаться к концу года.
- Положительное сальдо текущего счета также росло благодаря валютной переоценке и поддержке рубля за счет интервенций Центробанка.

Инфляция

- Инфляция в 2014 г. была значительно выше таргетируемых Центробанком значений. Основных причин две – ослабление рубля и введение продуктовых санкций в отношении ЕС. На этом фоне произошло не только удорожание импортных товаров, но и товаров, произведенных в России ввиду роста спроса на них.

Обменный курс рубля

- Рубль стал основным проблемным местом в экономике. Влияние на него оказывал широкий набор всесторонних факторов. Внешнее давление проявлялось по каналам геополитики, оттока частного иностранного капитала, и сокращения цен на основные сырьевые товары. Между тем, решения Центробанка по постепенному переходу к плавающему курсу рубля были также болезненными для российской валюты. Поставив во главу угла инфляционные перспективы, регулятор не смог учесть, что в условиях западной изоляции на обретающий больше свобод рубль будет оказываться колоссальное давление, которое в итоге вылилось в еще больший разгон инфляционных процессов.

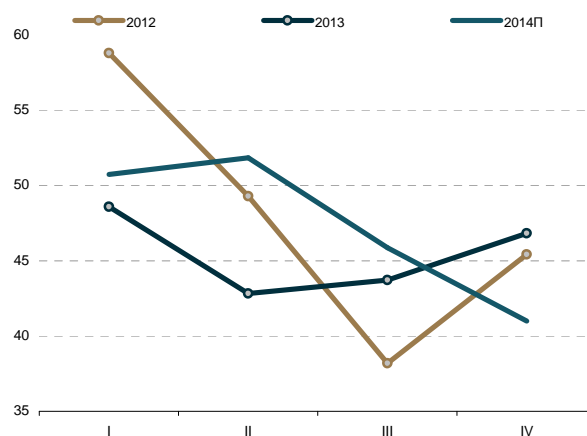
Политика Центробанка

- Политика Центробанка в 2014 г. определялась сугубо антиинфляционной риторикой. Регулятор постепенно повышал ключевую процентную ставку, ожидая разгона инфляционных процессов в экономику в результате ослабления рубля и обмена санкциями с Западом.

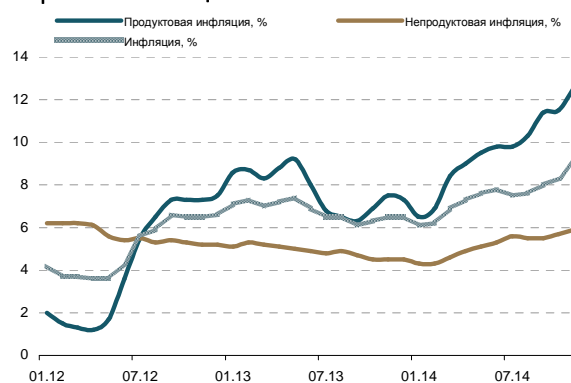
Доходы и расходы населения



Сальдо внешней торговли, млрд долл.



Потребительские цены



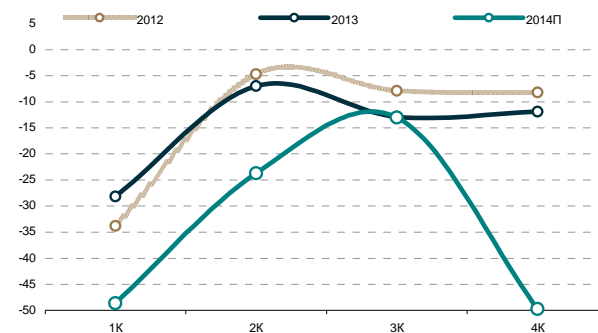
Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин

- Оставаясь одним из ключевых поставщиков кратко- и среднесрочной ликвидности на денежно-кредитном рынке, регулятор не в полной мере использовал этот ограничительный механизм, даже в условиях высоких темпов ослабления рубля
- Повышение ключевой ставки за год составило 11.5 пп до 17.0% годовых, что является превентивной мерой, направленной на подавление инфляционных процессов в условиях слабеющих позиций рубля.
- С учетом сложной ситуации на валютном и финансовом рынках, регулятор в конце года ослабил регулятивное давление на банки, расширив предельные допуски по ряду нормативов. Вместе с тем, давление на денежно-кредитном рынке было колоссальным из-за роста ключевой ставки, а также снижения залоговой базы по операциям репо примерно на 800 млрд руб. (-12%) ввиду снижения цена на государственные и корпоративные облигации, входящие в список обеспечения.

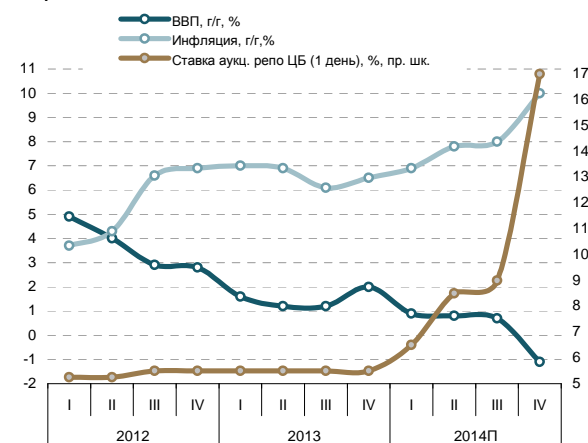
Тенденции и перспективы России на 2015 год

- С учетом значительного ослабления рубля в конце 2014 г., российская экономика неизбежно войдет в рецессию в 2015 г. Однако, в отличие от ситуации прежних нескольких лет, текущая обстановка лишает экономику основных факторов поддержки.
- Промышленность, вероятно, продемонстрирует «минус» по итогам года. Слабым местом будут обрабатывающие отрасли. Снижение конечного спроса и неготовность российский компаний в значительной мере обеспечить процесс импортозамещения будут оказывать давление на всё промышленное производство. Добывающие отрасли по-прежнему будут сталкиваться со снижением внешнего спроса и мировых цен на энергоносители, что, в конечном итоге, приведет к стагнации объемов производства.
- Слабость капитальных инвестиций, вероятно, будет только нарастать. Отсутствие у компаний объективных стимулов к наращиванию инвестиций в основной капитал приведет к их дальнейшему сокращению. В строительстве главной проблемой может стать высокая стоимость кредитования и сокращение привлекательности ипотечных кредитов из-за снижения доходов населения и высоких рублевых процентных ставок.
- Потребительская активность продолжит снижать темпы роста, что в конечном итоге выльется в их минимальный прирост. Давление на потребительские расходы будет ощущаться со стороны отсутствия возможности роста зарплат в частном секторе, а реальные располагаемые денежные доходы почувствуют сопротивление от снижения объемов розничного кредитования. Основная надежда здесь базируется на индексации зарплат работникам бюджетной сферы, а также пенсий и пособий.
- Внешний сектор будет одним из основных поддерживающих компонентов ВВП. По итогам 2015 г. мы ожидаем замедления импорта примерно до 200 млрд долл. (-30% г/г), тогда как экспорт, вероятно, составит около 420 млрд долл. (-15% г/г).
- Политика Центробанка будет всецело зависеть от поведения инфляции. К концу декабря проекция девальвации рубля на цены еще не проявилась в полной мере. Мы ожидаем ускорения инфляции до 14% г/г в начале 2015 г. Таким образом, регулятор задумается о понижении ключевой ставки не ранее начала II квартала 2015 г. и при успешном стечении обстоятельств будет постепенно снижать ее в перспективе оставшейся части года.

Динамика частного иностранного капитала



Инфляция VS ставки



Источник: Росстат, ЦБ РФ, Минфин

Прогноз основных социально-экономических индикаторов РФ на 2014-2015 гг.

	2010	2011	2012	2013	2014П	2015П
ВВП, %	3.7	4.3	3.5	1.3	0.3	-2.5
Инфляция, %	8.8	6.1	6.6	6.5	10.0	12.0
Промпроизводство, %	8.2	4.7	2.6	0.3	1.3	-0.8
Исполнение бюджета, % к ВВП	-3.9	0.8	0.5	-0.5	0.6	-0.5
Торговый баланс, млрд долл.	152.0	198.1	195.0	177.3	200.0	210.0
Текущий счет, млрд долл.	70.3	101.1	90.0	33.0	45.0	55.0
Инвестиции в осн. капитал, %	6	8.3	5.7	-0.3	-3.0	-5.0
Уровень безработицы, %*	7.2	6.1	5.3	5.5	5.4	5.8
Розничные продажи, %	4.4	7.0	5.9	3.9	2.1	1.1
Динамика иностр. капитала, млрд долл.	-33.6	-80.5	-79.0	-62.6	-135.0	-140.0
Ключевая ставка ЦБ, 7 дней, %*	5.00	5.25	5.50	5.50	17.00	13.00
Внешний долг, млрд долл.*	488.9	545.3	595.0	732.0	690.0	650.0
ЗВР, млрд долл.*	479.0	498.0	533.0	510.0	410.0	350.0
Курс доллара, руб.**	30.5	32.0	31.0	32.7	38.8	55.0
Курс евро, руб.**	40.8	41.4	39.9	45.0	51.0	66.0
Курс бивалютной корзины, руб.**	35.1	35.9	35.0	38.2	44.0	60.0
Нефть Brent, долл. за барр.**	86.2	112.0	109.0	105.0	99.0	75.0

*На конец периода **Среднее значение за год

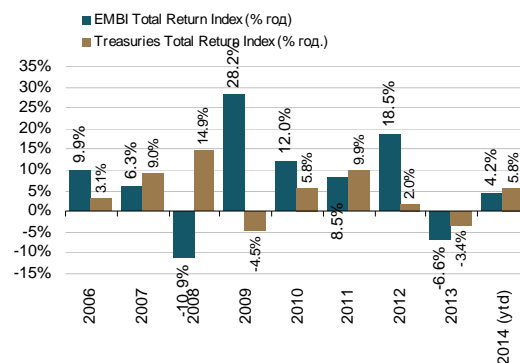
Источник: ЦБ РФ, Минфин, Bloomberg, прогнозы Банка ЗЕНИТ

Российские еврооблигации: двойной удар по доходностям

Результаты 2014 года в целом выглядят нейтральными с точки зрения инвесторов в долговые рынки. Вложения в безрисковые активы принесли инвесторам неплохой – по меркам последних лет – доход. Доходность индекса совокупного дохода UST составила 5.5% (2014 YTD) против средней доходности в 3.6% за период 2010-2013гг. В то же время вложения в облигации развивающихся экономик показали слабый результат: доходность индекса совокупного дохода EMBI составила 4.2% против средних 8.0% за последние 5 лет.

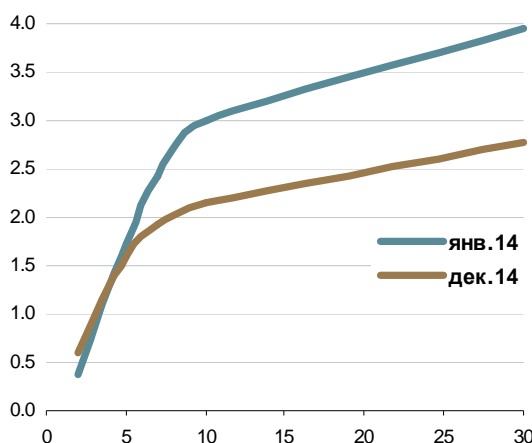
- Основным источником дохода в гособлигациях США в 2014г. стало «спрямление» кривой, при котором умеренный рост доходностей кратко- и среднесрочных выпусков был компенсирован снижением ставок долгосрочных бумаг. Доходности краткосрочных бумаг росли на фоне последовательного сворачивания QE, а также укрепляющихся ожиданий первого шага повышения ключевой ставки ФРС, консенсус которых приходится на 2К15.
- Доходности дальних UST снижались под действием нескольких довольно сильных факторов. В первую очередь, это скромные – относительно ожиданий – темпы роста экономики США. На фоне сворачивания QE и торможения ипотечного рынка рост американского ВВП по итогам 2014 года вряд ли превысит 2.3% против 2.6%, на которые настраивались инвесторы в конце 2013г. Также в качестве существенных факторов снижения ставок дальних UST необходимо выделить массивный отток капитала с развивающихся рынков, а также ожидания старта европейского QE, которые значительно укрепили доллар и повысили спрос на долларовые активы.
- Облигации развивающихся экономик в течение года в основном показали скромные результаты на глобальных финансовых рынках. Здесь главным итогом года стало усиление различий внутри EM и расслоение этой группы. В условиях продолжающегося нисходящего ценового тренда на рынках сырья, предпочтения инвесторов получают развивающиеся экономики, в которых обрабатывающие сектора доминируют над добывающей промышленностью. Бюджеты и платежные балансы таких экономик в значительной степени застрахованы от воздействия дешевого сырья. Следовательно, такие экономики были в меньшей степени затронуты волной девальваций 2014г. и имеют больше шансов сохранить темпы роста в ближайшие годы.
- Российские еврооблигации в 2014г. двигались в отрыве от фундаментальных факторов ценообразования. Российский сегмент в 2014г. испытал «двойной удар», который оставил российские еврооблигации в числе аутсайдеров EM. Геополитический взрыв на востоке Украины и снижение цен на нефть не оставили шансов российским еврооблигациям: показатели совокупного дохода по российским индексам варьировались от -7% (EMBIG Russia YTD) до -17% (CEMBI Russia YTD), что значительно ниже сопоставимых аналогов.
- Корпоративный сектор завершает год с весьма драматичными результатами. Вложения в российские корпоративные еврооблигации принесли инвесторам убытки. Спред по российскому портфелю CEMBI с начала года увеличился более чем на 600 бп, что, как минимум, втрое превосходит результаты сопоставимых EM. Текущее значение спреда находится вблизи отметки 1000 бп, что также более чем в два раза выше близких по рейтингу аналогов. В аутсайдерах российского сегмента находились выпуски банков, в особенности с высокой долей розничного бизнеса, котировки многих из которых снизились до distress-уровней.

Результаты EM против UST



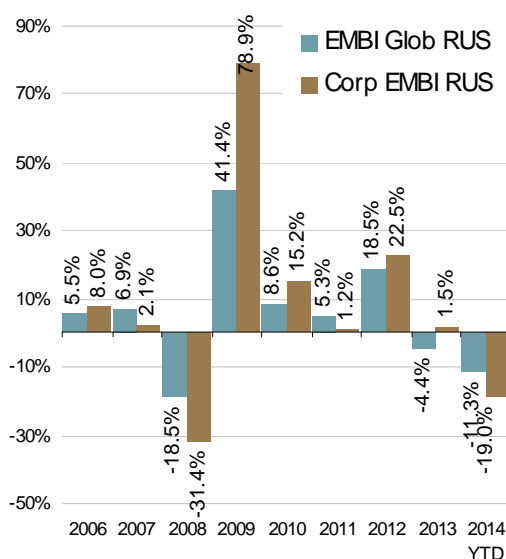
Источник: Bloomberg

Кривая UST



Источник: Bloomberg

Совокупный доход российских портфелей EMBI 2006-2014гг.



Источник: Bloomberg

Тенденции и перспективы на 2015 год

- Мы ожидаем, что рост экономики США в 2015г. не превысит 2.5% на фоне перспектив повышения ставки ФРС на 25-50 бп, дальнейшего замедления ипотечного рынка, умеренных темпов восстановления рынка труда и укрепляющегося доллара. Мы полагаем, что инфляция в таком случае не превысит отметку 1.7% (дефлятор PCE), учитывая существующий разрыв выпуска на уровне 3-3.5% ВВП, а также нисходящий тренд на рынках сырья. Это, в свою очередь, способно удержать доходности 10-летних UST на среднегодовом уровне 2.7%. Учитывая текущий уровень ставок, инвесторы имеют немного шансов получить положительный совокупный доход при пассивном инвестировании на дальнем участке кривой UST.
- Избирательность инвесторов имеет все шансы стать новой нормой на рынке еврооблигаций развивающихся стран. В этом случае, «обрабатываемые» EM получают существенные преимущества перед EM, имеющими доминирующую модель сырьевого экспорта. Из десятки крупнейших EM в числе фаворитов первой группы, рост которых в 2015г. может превысить 5%, выделяются Индия и Индонезия, в числе аутсайдеров второй группы, где, напротив, актуален риск рецессии находятся Бразилия и Россия.
- Российские суверенные еврооблигации начнут 2015г. на distress уровнях доходности, которые никак не соотносятся со страновым рейтингом, состоянием бюджета и текущим уровнем суверенного долга. На текущем уровне спредов (более 400 бп к кривой UST) российские суверенные евробонды находятся на одном уровне с выпусками Нигерии (BB-/Ba3/BB-; +430 бп к UST) и суверенной «В» корзиной индексного портфеля EMBI (в среднем +450 бп к UST). Таким образом, текущие уровни суверенных спредов России были бы справедливы в случае наличия реального риска снижения рейтингов на 3-5 ступеней. Такая перспектива выглядит крайне маловероятной даже с учетом текущего уровня нефтяных цен, риска усиления санкций и наличия условий для продолжительной рецессии.
- Текущие экстремально высокие уровни корпоративных спредов также имеют мало общего с фактическим кредитным риском подавляющего большинства представленных на рынке эмитентов. Страновая премия сегодня является доминирующим фактором ценообразования, компенсирующим инвесторам риск расширения санкций, введения ответных «контрсанкций». Наиболее опасным, хотя и маловероятным, из них является мораторий на выплату внешних корпоративных долгов. Не имеет смысла говорить о сколько-нибудь массовом возвращении на рынок даже самых толерантных к риску покупателей до тех пор, пока инвесторы не получат убедительных свидетельств снижения такого рода рисков, а система санкционных противовесов не достигнет состояния устойчивого равновесия. Исходя из сегодняшних реалий, этот процесс может занять не один месяц или квартал, в течение которых цены могут продолжить непредсказуемое движение в отрыве от фундаментальных факторов. Риски долгосрочных бумаг на этом фоне выглядят неприемлемо, а кратко- и среднесрочные вложения, на наш взгляд, должны соответствовать некоторым специфическим требованиям. В числе таких требований мы выделяем:
 - Минимальная политическая составляющая в экономике отрасли.
 - Наличие существенных доходов от экспорта и/или значительных иностранных операционных активов.
 - Сильный профиль краткосрочной ликвидности
- Из возможностей, которые дает сегодня рынок этим требованиям, на наш взгляд, соответствуют отдельные компании из сектора телекоммуникаций, металлургии и химической промышленности

Инвестиционные возможности

Суверенные еврооблигации на текущих уровнях доходности являются наиболее очевидной возможностью в рамках российского сегмента. Текущие спреды, по всей видимости, во многом являются следствием серьезных изменений структуры инвесторов и имеют неплохие шансы отыграть часть потерь в наступающем году. Таким образом, даже вложения в среднесрочные бумаги, например, RUSSIA-17 (YTM 4.7% D 2.2г.) и RUSSIA-19 (YTM 5.7% D 3.8г.) в случае восстановления хотя бы трети потерь 2014г., т.е. сужения спредов на 120-140 бп, могут принести, по нашим расчетам, 6-7% в терминах совокупного дохода.

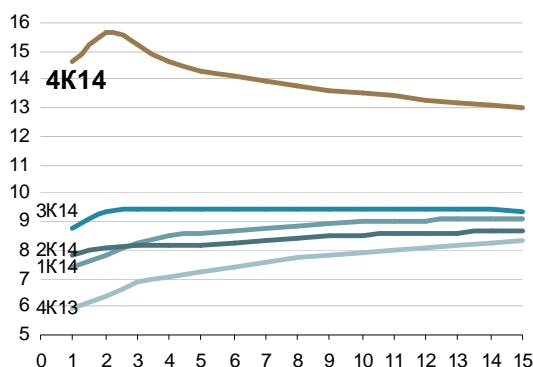
Корпоративный сектор также предлагает широкие возможности для вложений двузначными доходностями и умеренным процентным риском. Как мы писали выше, здесь стоит выбрать отдельные выпуски телекомов, металлургических, химических компаний. Мы отдаем предпочтение коротким выпускам Северстали, Металлоинвеста и Вымпелкома (CHMFRU-16, METINR-16, VIP-16), предлагающим 11-12% YTM в пределах полуторалетней дюрации. В сегменте высокой доходности можно обратить внимание на выпуски Евраз и ТМК (EVRAZ-17, TRUBRU-18), которые предлагают 17% и 25% соответственно на 2-3-летнем участке кривой.

Рублевые облигации: двойной удар по доходностям

Рублевые облигации провели исключительно слабый год, итогом которого стали потери инвесторов, сопоставимые по масштабу с убытками кризиса 2008-09гг. Совокупный доход от владения индексным портфелем ОФЗ RGBI составил -12.7% (2014 YTD), после экстренного повышения ставок ЦБ потери расширились до -16% (YTD). Доходности вдоль кривой ОФЗ в течение года выросли более чем на 600 бп и достигли уровня 13% годовых в районе 7-летней дюрации. Негативные драйверы года – отток капитала, который по итогам года имеет шансы превзойти уровень 2008г. (-140 млрд долл.), а также трансформация базовых принципов курсовой политики ЦБ, переход к плавающему рублю, и агрессивный рост ставок более чем на 11 пп.

- Корпоративный сектор провел и вовсе провальный год – активность первичного рынка носила лишь эпизодический характер, а к концу года и вовсе сбилась к техническим выпускам в пределах первого эшелона заемщиков. Активность же вторичного рынка практически обнулилась, а прайсинг по большинству инструментов находился в отрыве от сложившихся реалий. Единственным позитивным моментом здесь является разве что факт финансовой устойчивости эмитентов в стрессовой ситуации, который мы наблюдали до сих пор.
- Несмотря на то, что первичный рынок закрыт уже, как минимум, полгода, а заемщики испытывали реальные трудности на рынке кредитования, рынок пока избежал волны дефолтов, по сути, ограничившись облигациями ЮТэйр и уже долгое время торгующимися на дистресс-уровнях выпусками Мечела. Тем не менее, учитывая текущий запретительный уровень ставок и увеличивающиеся сложности с рефинансированием, рост дефолтов на рынке, по-видимому, является лишь вопросом времени.

Кривая ОФЗ, 4К13-4К14



Источник: ЦБ РФ, ММВБ

Тенденции и перспективы на 2015 год

- Текущий уровень ставок ЦБ можно в полной мере назвать стрессовым для рынка. К середине декабря кривая ОФЗ приобрела полноценную инверсию, при которой спред 1 год – 10 лет составляет порядка 100-150 бп. Это значит, что инвесторы в ОФЗ расценивают текущий уровень ставок ЦБ как близкий к предельному. Намерения ЦБ удерживать ставки на текущем уровне длительное время, также как и риск их дальнейшего повышения (при сохранении давления на рубль), могут вызвать «спрямление» инверсии со стороны роста долгосрочных ставок, потенциал которого в текущих условиях можно оценить, как минимум, в 100-150 бп. При этом более высокие ставки на межбанке, рынке процентных и валютных свопов, расположенных в пределах годового отрезка кривой, по-видимому, отражают дополнительный спрос, возникший после снижения цен ОФЗ на 5-8 пп. Снижение стоимости ОФЗ, а следовательно, и базы обеспечения по операциям репо с ЦБ, сократило возможности привлечения рефинансирования от регулятора, по нашим оценкам, на 200-250 млрд.
- Возможности рефинансирования банков в ЦБ – одно из наиболее уязвимых мест банковской системы и острый вопрос, который потребует решения в 2015г. В условиях закрытого первичного рынка и нарастающего оттока капитала банки будут испытывать проблемы со стороны выбытия залоговой базы для рефинансирования в ЦБ по мере погашения текущих облигационных портфелей. В этих условиях расширение линейки инструментов рефинансирования ЦБ может стать необходимостью в наступающем году. Первые шаги в этом направлении ЦБ сделал,

объявив экстренные меры в части ослаблений ряда нормативных требований в банковской сфере. Для рынка рублевых облигаций послабления являются безусловно позитивным фактором, позволяющим избежать масштабного сокращения портфелей, по крайней мере, в части госбумаг, а также выпусков первого эшелона.

Инвестиционные возможности

Текущие доходности ОФЗ (14-15% в пределах годового отрезка кривой и 12-13% по долгосрочным выпускам) сохраняют потенциал роста ставок вдоль кривой, как минимум, в +1-2 пп. По всей видимости, сегодня инвесторы склонны недооценивать возможную длительность антикризисных мер ЦБ. Снижение ставок ЦБ с текущих экстремально высоких уровней, возможно, не является перспективой первых месяцев 2015 на фоне предстоящей реализации инфляционного потенциала и сохраняющегося давления на рубль. В этом случае доходности ОФЗ на уровне 17% по краткосрочным выпускам и 15% по долгосрочным бумагам больше соответствуют сложившимся на рынках условиям. Даже наиболее оптимистичный, на наш взгляд, сценарий, предполагает снижение ключевой ставки не более чем на 2 пп (до 15%) в январе на фоне ускорения инфляции до пиковых 13-14% в 1К15. Это предполагает рост ставок примерно на +150-200 бп к текущим уровням кривой. Таким образом, формирование длинных позиций на рынке госбумаг в 1К15 до достижения указанных уровней доходностей (как минимум, 14% на 7-летней дюрации) несет в себе существенный риск возникновения отрицательной переоценки. В то же время указанные уровни доходности могут быть привлекательной «точкой входа» в рынок, учитывая, что замедление инфляции во 2П15 даст ЦБ пространство для существенного снижения ставки – до 13 на конец 2015г.

Корпоративный сектор: расчет на стрессовый уровень цен. Несмотря на последние действия ЦБ, углубление проблем банковского сектора является весьма вероятной перспективой начала 2015г. Чрезвычайно высокий уровень базовых ставок, отток капитала, сохраняющиеся девальвационные ожидания, а также возросшие риски дефолтов на рынке корпоративного долга способны стать для банков факторами сокращения вложений в рамках корпоративного сегмента и привести к существенному снижению цен в течение ближайших месяцев. Это может использоваться в качестве возможности для формирования портфеля ВВ/В-облигаций на «стрессовых» уровнях доходности.

КРЕДИТНЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ

Металлургия

Черная металлургия

Уходящий год стал, в целом, не таким уж и плохим для крупнейших компаний металлургического сектора, если принять во внимание сохранение достаточно сложной рыночной конъюнктуры. Объемы отгрузок металлургической продукции продемонстрировали умеренное снижение, тогда как цены на продукцию на российском рынке весной выросли на 10-15% благодаря, в том числе, сезонному повышению спроса на фоне сокращения украинского металлургического импорта. Как результат, по итогам 9М14 крупнейшие российские металлурги отчитались о сокращении номинированной в долларах выручки в пределах 10% г/г, что также, в существенной мере было обусловлено значительным ослаблением национальной валюты в течение 2014 г. Вместе с тем, ослабление рубля имело и благоприятный эффект, проявившийся в росте операционной рентабельности, что было обусловлено тем, что значительную часть издержек металлургии оплачивают в рублях. Кроме того, поддержку рентабельности металлургов оказали и цены на руду и уголь, которые обновляли минимумы в течение 2014 г. Рост операционной рентабельности, как и экономия средств за счет ограничения или снижения инвестиционных расходов, стали предпосылками к сокращению уровня долговой нагрузки крупнейших компаний. В этом смысле, в отрасли сейчас можно найти как абсолютных чемпионов (Северсталь), так и аутсайдеров, ведущих борьбу за существование в прежнем виде (Мечел). Наблюдающееся далеко не первый год сокращение расходов на капвложения стало ответом на прогнозы, предполагающие (в лучшем случае) умеренные темпы роста потребления стали на ближайшую перспективу, как в России, так и в мире в целом.

Несколько особняком, по динамике ключевых операционных и финансовых результатов, стоят ТМК и Металлоинвест. Так, выручка и операционная рентабельность ТМК сокращается второй год подряд на фоне ослабления рубля и роста цен на металлопрокат. В то же время, перспективы компании выглядят весьма неплохо ввиду запуска и реализации крупных трубопроводных проектов: «Южного потока» (пусть даже и в пересмотренном виде), «Силы Сибири» и недавно анонсированный «западный маршрут» (газопровод «Алтай») в Китай. Основное же давление на кредитный профиль ТМК продолжает оказывать достаточно высокий уровень долговой нагрузки (4.3x в терминах чистый долг / EBITDA LTM на конец 3К14), который, скорее всего, будет снижаться в течение ближайших лет, но достаточно невысокими темпами. В свою очередь, Металлоинвест в течение этого года в полной мере испытал на себе влияние рекордного падения цен на металлургическое сырье, что, наряду с падением более маржинальной продукции привело к снижению выручки и прибыли. Несмотря на это, компания сумела сохранить привычный для себя и достаточно высокий уровень рентабельности (около 30% по EBITDA), прежде всего за счет высококлассных активов с низкими производственными издержками, а также благодаря обесценению рубля.

Отдельно в рамках обзора мы бы хотели остановиться на двух компаниях, которые по итогам этого года стали полными антиподами друг другу. Речь идет о Мечеле и Северстали. Принадлежащая Игорю Зюзину компания входила в этот год уже практически в состоянии банкротства, и помочь ей мог только лишь существенный рост цен на металлургическое сырье, чего, увы, не случилось и не случится, вероятно, еще достаточно долго. В течение года, вслед за падением цен на уголь, ситуация с финансами компании лишь ухудшилась: долговая нагрузка достигла рекордных 15.8x в терминах долг / EBITDA LTM (на конец 1П14), а процентные платежи превысили EBITDA. Сейчас перед руководством и собственниками Мечела стоит трудный выбор: либо дать согласие на конвертацию задолженности перед основными кредиторами-госбанками (Газпромбанк, ВТБ и Сбербанк) в акции компании, либо и далее затягивать разрешение ситуации, рискуя тем, что в Правительстве будет все же принято решение о банкротстве Мечела. В первом случае Игорь Зюзин лишится практически всей своей доли в компании, последствия второго очевидны и не привлекательны для кредиторов, поскольку экономический эффект, на наш взгляд, будет достаточно спорным, при этом банкам придется отразить в отчетности списания по долгам компании в полном объеме. В то же время, банки уже судятся по небольшим (относительно общей величины долга) суммам задолженности с компанией и постепенно создают резервы под ее долги, что, на наш взгляд, говорит о том, что Мечелу стоит занять более компромиссную позицию в длящихся уже достаточно долго переговорах. В свою очередь, Северсталь сейчас находится на абсолютно противоположном «конце спектра» по отношению к Мечелу. Несмотря на то, что Северсталь испытывает все то же давления со стороны неблагоприятной рыночной конъюнктуры, что и вся отрасль в целом, продажа ее сталелитейных и добывающих активов в США позволила ей существенно нарастить операционную рентабельность до рекордного за последние несколько лет уровня (рентабельность по EBITDA около 25% за 9М14) и минимизировать долговую нагрузку. Стоит отметить, что по рентабельности по EBITDA к Северстали смог приблизиться лишь ММК (19.5% за 9М14), как наименее интегрированный по сырью производитель, а следовательно, получивший наибольший эффект от сокращения стоимости руды и угля. Возвращаясь к Северстали, отметим, что отношение чистого долга к EBITDA LTM у Северстали по итогам 9М14 составило 0.3x, что является, пожалуй, самым низким уровнем среди всех крупнейших российских компаний, кроме Сургутнефтегаза. Рост рентабельности стал следствием того, что маржа российских активов была исторически в 2 раза выше, чем на более конкурентном североамериканском рынке, а снижение общей задолженности стало следствием деконсолидации части долга, относящейся к прекращаемой деятельности, а также поступления больших сумм на счета компании. С учетом того, что Северсталь намерена направить значительную часть поступлений от продажи активов на спецдивиденды, долговая нагрузка компании будет расти, но, по нашим оценкам все равно сохранится на достаточно невысоком уровне и составит после их выплаты не более 1x EBITDA LTM. Обратной стороной сделки по продаже активов для Северстали стало сокращение масштабов бизнеса – выручка и активы компании сократились примерно на 30%, что, однако, не стало критической потерей. Отметим, что произошедшие с кредитным профилем Северстали масштабные изменения, на наш взгляд, являются твердым основанием для повышения ее кредитных рейтингов. В то же время, сохранение сложной геополитической обстановки, в том числе отсутствие прогресса в урегулировании украинского кризиса, а также общее ухудшение экономического климата, негативным образом воздействуют на все российские компании и могут

заставить агентства отложить пересмотр рейтингов компании, в том числе, по политическим мотивам. Напомним, что в мае этого года Fitch уже повышал рейтинг Северстали с «BB» до «BB+» со стабильным прогнозом, доведя его до уровня рейтингов от S&P и Moody's.

Что касается перспектив крупнейших российских металлургических компаний на 2015 г., то, с одной стороны, они не выглядят особо радужными в плане изменения ситуации к лучшему на фоне рецессии в России и глобального переизбытка мощностей, из-за чего 2/3 металлургических компаний в мире по-прежнему убыточны, а средняя загрузка мощностей не превышает 80%. Причем ситуация останется таковой, как минимум, на среднесрочную перспективу. С другой стороны, российские компании отличаются более низкими издержками и более высокой загрузкой мощностей, что вкуче с девальвацией национальной валюты, означает и более конкурентоспособный экспорт, и более высокую операционную эффективность. Если суммировать, то кредитный профиль большинства российских металлургов, на наш взгляд, вряд ли претерпит существенные изменения в следующем году, то есть сохранится тренд на постепенное сокращение долговой нагрузки и консервативный подход к инвестициям, чему, на самом деле, в складывающихся экономических условиях мало альтернатив.

Цветная металлургия

В рамках этого раздела мы бы хотели остановиться на результатах деятельности и ближайших перспективах 2-х компаний – РУСАЛа и НорНикеля. Напомним, что РУСАЛ отчитался о сокращении выручки примерно на 10% г/г по итогам 9М14, а динамика по году в целом вряд ли будет сильно отличаться. Сокращению выручки компании произошло на фоне сопоставимого по темпам снижения производства алюминия (на 9% г/г за период) и сокращения объемов продаж металла (на 10.7% г/г). В то же время, средняя цена реализации алюминия за 9М14 сохранилась почти на уровне прошлого года, снизившись лишь на 1.1% г/г. Этому способствовало как весьма умеренное снижение котировок на LME, так и рекордный рост премий за физическую поставку металла (на 42% г/г). Напомним, что в конце 1К14 Высокий суд Лондона поддержал позицию РУСАЛа, несогласного с пересмотром складской политики LME – биржа намеревалась существенно увеличить отгрузки с собственных складов, что привело бы к сокращению очередей на отгрузку, а значит и снижению премии за немедленную поставку. Вместе с тем, в октябре биржа выиграла апелляцию на предыдущее решение и намерена довести до конца анонсированную ранее реформу. Несмотря на такое развитие событий, РУСАЛу уже удалось выиграть главное – время. За прошедшие месяцы, во-первых, выросли котировки алюминия, а во-вторых – премия достигла локальных максимумов, составив в 3К14 около 422 долл./тонна. Ценовой рост был спровоцирован закрытием неэффективных производств металла по всему миру, ряд предприятий законсервировал и РУСАЛ, что стало предпосылкой к формированию растущего дефицита алюминия в мире (без учета Китая), который в 2014 г., по оценкам компании, может составить около 1.4 млн. тонн. Рост цен, а также высокие премии на фоне девальвации национальной валюты, позволили РУСАЛу начать восстановление операционной рентабельности, которая за 9М14 выросла на 5.4 пп г/г (до 12.6%). Что касается долговой нагрузки компании, то она все еще сохраняется на запредельном уровне (10.3х чистый долг / EBITDA LTM), несмотря на заметное снижение в сравнении с началом года (показатель составлял 15.5х). Однако и здесь ситуация вовсе не так драматична, как может казаться на первый взгляд. Дело в том, что РУСАЛу удалось договориться с кредиторами о пролонгации долга, в результате чего доля краткосрочных обязательств на конец 3К14 составила лишь 5.2%, тогда как к концу 2К14, когда перспективы этих переговоров были не ясны, она достигала 95.5%. РУСАЛ смог пролонгировать 2 кредита на общую сумму в 5.15 млрд. долл., что избавило его от угрозы кросс-дефолта по остальному долгу. В соответствии с новыми условиями, выплаты по кредитам на 5.15 млрд. долл. переносятся с 2014 г. на 2016 г., а полное погашение тела долга – на декабрь 2018 г. Кроме того, стороны согласовали также на двухлетний граце-период, в течение которого будут платиться только проценты по долгу, а также действие cash sweeper, которое позволит погашать долг в меру возможностей компании. В ближайшее время РУСАЛ, вероятно, будет фокусироваться на сокращении CAPEX, чтобы увеличить свободный денежный поток. Компания также может продать ряд непрофильных активов, что принесет до 1 млрд. долл. Наконец, платежеспособность РУСАЛа поддержат промежуточные дивиденды НорНикеля в размере 700 млн. долл., что близко к процентным платежам компании за весь год. Таким образом, перспективы РУСАЛа на 2015 г., со всеми должными оговорками, касающимися сохранения достаточно слабого кредитного профиля, выглядят, в целом, неплохо. После достижения локального пика в ноябре этого года (2 082 долл./тонна) цена на алюминий хоть и несколько скорректировалась, однако все еще остается близкой к 2 тыс. долл. за тонну, что отчасти компенсирует вероятное сокращение премий за немедленную поставку в будущем году. Насколько мы понимаем, РУСАЛ завершил цикл снижения выпуска в течение 2014 г. и не намерен сокращать производство в дальнейшем, с другой стороны запуск остановленных заводов будет произведен только при достижении биржевых котировок алюминия диапазона 2 400 – 2 500 долл./тонна, чего в ближайшем будущем мы, вероятно, не увидим. Таким образом, финансовые перспективы РУСАЛа на 2015 г. выглядят вполне стабильными: компания будет чувствовать себя достаточно уверенно в условиях более высоких цен на алюминий, отсутствия крупных выплат по долгу и слабого рубля, тогда как дивиденды НорНикеля будут по-прежнему вносить существенный вклад в пополнение ее ликвидности.

Что касается самого НорНикеля, то компания в уходящем году продемонстрировала неплохие финансовые результаты, несмотря на снижение выпуска никеля и меди. Так, по итогам 9М14 компания сократила производство никеля на 5.6% г/г, меди – на 1.7% г/г, тогда как производство металлов платиновой группы увеличилось (платины – на 1.6% г/г, палладия – на 2.9% г/г). При этом основными причинами сокращения выпуска никеля стали проведение запланированных капитальных ремонтных работ, уменьшение объемов низкорентабельных толлинговых операций на Кольской ГМК и более низкие поставки сырья на Norilsk Nickel Harjavalta в Финляндии в первой половине года. Сокращение производства меди за тот же период было обусловлено остановкой в 3К14 на плановый капитальный ремонт Медного завода и уменьшением контрактных обязательств по поставкам. В то же время, рост производства металлов платиновой группы было связано с выработкой незавершенного производства. Отметим, что, несмотря на снижение операционных показателей, компании удалось избежать снижения выручки (рост на 0.8% г/г за 1П14) и нарастить EBITDA (на 8.6% г/г) – поддержку результатам компании оказали восстановление цен на никель и палладий, тогда как рентабельность по EBITDA выросла (до 43.7%) на фоне

реализации НорНикелем стратегии, предполагающей отказ от менее маржинальной переработки и фокус усилий по развитию более маржинальных высококлассных горнодобывающих активов. Кроме того, свой весьма весомый вклад в рост операционной рентабельности внесла и девальвация рубля. В целом, кредитные метрики НорНикеля оставались в 2014 г. достаточно сильными (устойчивый операционный денежный поток, высокая рентабельность, невысокая долговая нагрузка на уровне менее 1x чистый долг / EBITDA LTM и небольшая доля краткосрочных обязательств в структуре долга), компания исторически сохранила за собой роль cash-cow для своих акционеров даже в непростые времена. Так, объем дивидендов, рекомендованный к выплате Советом директоров компании за 9M14 составил 2.78 млрд. долл., включая около 1.5 млрд. долл. в форме специального дивиденда. Эта сумма превышает совокупные выплаты за 2013 г., которые составили 2.2 млрд. долл. и также были рекордными для компании. Увеличение выплат стало возможным благодаря росту свободного денежного потока, высвобождению оборотного капитала и распродаже непрофильных активов (крупнейшая сделка – продажа ботсванской BCL за 337 млн. долей НорНикеля в Tati Nickel и Nkomati). При этом выплату 1 млрд. долл. от продажи непрофильных активов акционеры договорились перенести на 2018 г. Как мы уже отмечали выше, дивиденды НорНикеля по-прежнему являются одним из ключевых факторов поддержки ликвидности ряда компаний, и, вероятно, в первую очередь – РУСАЛа. Сохранение, в среднесрочной перспективе, сильного кредитного профиля, на наш взгляд, позволит НорНикелю выполнять свои обязательства по дивидендным выплатам, а также финансировать инвестиционную программу в запланированных объемах. Напомним, что программа CAPEX на этот год оценивается в 1.7 млрд. долл., тогда как на будущий год предполагается ее увеличение до 2.5 млрд. долл. В целом, эти расходы адекватны денежным потокам компании, кроме того, низкий уровень долговой нагрузки и инвестиционный рейтинг позволяют НорНикелю рассчитывать на привлечение долгового финансирования в случае необходимости. Как показывают недавние сделки (Сбербанк открыл компании 5-летнюю кредитную линию на 40 млрд. руб.), крупнейшие банки охотно готовы кредитовать высококлассных заемщиков, особенно на фоне общего ухудшения макроэкономической ситуации.

Потребительские компании

Для сегмента продуктовой розницы уходящий год стал достаточно успешным, несмотря на более консервативные ожидания игроков. По результатам 9M14 уже очевидно, что Магнит и X5 RG по итогам года превзойдут собственные прогнозы по темпам роста выручки и прибыли, учитывая традиционно сильный сезонный спрос на продукты питания в четвертом квартале. За 9M14 рост выручки крупнейшей розничной сети – Магнита – в рублях составил 30% г/г, а рентабельность по EBITDA за тот же период превысила 11%, тогда как прогноз Магнита предполагает рост выручки на 22-24% (ближе к верхней границе) и рентабельность по EBITDA на уровне 10.5%. Схожая ситуация и с X5. Рост выручки компании за 9M14 составил 17.8% г/г, а рентабельность по EBITDA составила 7.2%, тогда как, согласно первоначальному прогнозу, в текущем году X5 ожидала увеличения выручки лишь на 10-12% г/г и рентабельность по EBITDA в диапазоне 6.8-7.2%. Отчитавшись по итогам 3K14, X5 объявила об улучшении прогнозов на текущий год. Актуальный ориентир предполагает рост выручки на 17-19% г/г, а целевой диапазон по рентабельности по EBITDA повышен до 7.2-7.5%. Нельзя сказать, что произошедшее изменение прогноза стало неожиданным, скорее наоборот – X5, по сути, привела прогноз в соответствие с фактическими темпами на протяжении первых 3-х кварталов этого года. Впрочем, рекордные темпы роста выручки в этом году показал вовсе не Магнит, а питерская сеть гипермаркетов Лента. Если по итогам 2013 г. Лента и Магнит показали сопоставимый темпы роста выручки (около 30% г/г), то в этом году Лента, наконец, вырвалась вперед (за 9M14 ее выручка увеличилась более чем на 36%), хотя и показала меньшую рентабельность по EBITDA. Текущий прогноз по темпам роста выручки на текущий год составляет 34-38%, что позволит Ленте сохранить лидерство по итогам года. Вместе с тем, близкая по операционному профилю к Ленте сеть O'Key в течение этого года выступала в роли явного аутсайдера.

Если по итогам 2013 г. компания показала, в общем-то, вполне достойные темпы роста выручки (на 18.9% г/г), то в этом году у O'Key произошло заметное падение темпов роста. По итогам 1K14 выручка выросла лишь на 12.7% г/г, при этом в течение 1K14 O'Key сменила ряд топ-менеджеров, включая и генерального директора. Впрочем, нельзя сказать, что это сильно помогло. По итогам 9M14 темпы роста выручки O'Key замедлились еще сильнее, составив лишь 10.6% г/г в рублях. На фоне слабых результатов по итогам 9M14 компания вновь скорректировала вниз прогноз по росту ключевых показателей на текущий год (напомним, что ориентиры уже понижались после публикации отчетности по итогам 1K14). Теперь компания ожидает рост выручки в диапазоне 7-9% г/г (прежний прогноз предполагал рост на 12-16% г/г), а рентабельность по EBITDA предполагается в диапазоне 7.5-8.0% (ранее – около 8%). Кроме того, на наш взгляд, O'Key достаточно трудно будет уложиться в прогноз по росту сопоставимых продаж (ожидаются на уровне 5-6% г/г) с учетом результатов за 9M14. Вместе с тем, ускорить темпы роста O'Key может достаточно агрессивная программа развития: так, капрасходы за 1П14 составили рекордные для O'Key 7.5 млрд. руб. (71.1% от расходов за полный 2013 г.) или 1.5x EBITDA. По итогам 2П14 предполагается открыть еще 5 гипермаркетов, а в следующем году число открытых гипермаркетов должно составить уже 14. К этому можно добавить планы по выходу в 2015 г. в новый для компании сегмент дискаунтеров – O'Key намерена открыть в следующем году 40-50 магазинов в этом формате, что также потребует значительных дополнительных расходов. Отметим, что в 1П14 для финансирования капитальных инвестиций O'Key уже вынуждена была заметно нарастить долговую нагрузку (с 1.2x на начало года до 2.3x к концу 2K14 в терминах чистый долг / EBITDA LTM). И если на конец 2K14 долговая нагрузка O'Key оставалась на вполне приемлемом уровне, а инвестиции 2П14 могут, в значительной мере, быть профинансированы за счет собственного денежного потока, то реализация инвестиционной программы на следующий год в заявленном объеме неизбежно будет требовать привлечения нового долга в условиях ужесточения конкуренции на рынке и сокращения доступных заемных ресурсов. Более того, существенный рост долговой нагрузки может повлечь за собой и пересмотр ее кредитного рейтинга. Совсем недавно агентство Fitch понизило прогноз по рейтингу O'Key до «стабильного», отметив в качестве причин, что кредитные показатели компании в ближайшие 3 года будут слабее, чем ожидалось ранее, поскольку на стабильные операционные показатели ритейлера повлияет ухудшение потребительской и конкурентной среды в секторе розничных

продаж. Кроме того, агентство отметило, что рейтинговое действие отражает риски, связанные с запуском магазинов нового формата, планируемое увеличение темпов открытия новых магазинов в 2015 г. и изменения в руководстве компании в текущем году.

Что касается уровня леввериджа остальных упомянутых игроков, то ситуация с долгом там куда более благоприятная. Так, долговая нагрузка Х5 и Магнита сокращалась благодаря росту EBITDA и, в большой степени, девальвации рубля (практически весь долг этих компаний номинирован в рублях, а отчетность представляется в долларах), притом, что обе компании показали неплохой прирост торговых площадей (за 9М14 на 14.2% г/г и на 17.1% г/г соответственно), в том числе за счет ряда относительно небольших M&A-сделок. Кроме того, Х5 была занята реализацией запущенной в конце 2013 г. программы реновации своих торговых сетей, которая, судя по динамике операционных показателей, уже начала приносить позитивный результат. Магнит, в свою очередь, фокусировался, в том числе, на развитии логистической сети и собственного производства. В то же время, долговая нагрузка Ленты росла в течение 1П14, достигнув к концу полугодия 2.9x в терминах чистый долг / EBITDA LTM (против 2.4x на начало года) и показав самый высокий уровень среди компаний сектора с публичным долгом. Однако рост долговой нагрузки Ленты воспринимается совершенно иначе, по сравнению с О'Кей, на фоне рекордных темпов прироста выручки, да и масштабы роста в случае Ленты были куда скромнее. Кроме того, фактор более высокой долговой нагрузки Ленты в значительной мере смягчает высокая доля торговых площадей в собственности, которая составляет более 90%, тогда как у наиболее близкой по операционному профилю О'Кей эта доля составляет около 55%. Отметим также, что в уходящем году Лента стала одним из основных ньюсмейкеров, проведя в конце февраля IPO, в ходе которого акционеры продали 22% за 952 млн. долл. (без учета опциона организаторов). Само размещение проходило в достаточно непростых условиях на фоне начала обострения кризиса на Украине. В результате размещение прошло ближе к нижней границе заявленного диапазона, однако, на наш взгляд, прошедшее размещение все равно было удачным: Лента успела «вскочить в последний вагон уходящего поезда», и если бы размещение задержалось хотя бы еще на месяц, то, с высокой вероятностью, не состоялось бы вовсе. С другой стороны, прошедшее размещение, с точки зрения получения дополнительных ресурсов для развития, мало помогло самой Ленте.

В то же время, наиболее громким событием для всего сектора в уходящем году стало, конечно же, введение в августе запрета на ввоз определенных продовольственных групп из стран ЕС, США, Австралии, Канады и Норвегии сроком на один год. Введение запрета нанесло удар, в основном, по достаточно дорогим уникальным продуктам, заместить которые достаточно сложно, и, как следствие, существенно повлияло только на игроков, работающих в премиальном сегменте. Для фигурирующих в нашем обзоре компаний доля импортных товаров в их ассортиментной матрице варьировалась в пределах 2-10%, при этом это были те категории, которые достаточно легко заместить другим импортом, либо поставками внутренних производителей. В итоге, крупнейшим торговым сетям все же удалось вовремя найти аналоги запрещенных продуктов и справиться с возникшими трудностями почти без потерь. На наш взгляд, среди рассматриваемых компаний на потребительское поведение больше влияло повышение цен на фоне высокой инфляции. Так, рост среднего чека для упомянутых торговых сетей за 9М14 варьировался в пределах 5.6-8.4% (наименьший прирост показали О'Кей и Лента), тогда как аналогичный прирост за весь 2013 г. составил не более 7.5%. Рост цен по итогам 2014 г. будет еще выше и, с учетом инфляционных ожиданий, вряд ли замедлится в следующем году. В результате, все покупатели будут испытывать ценовое давление, а их часть будет вынуждена переориентироваться на более доступные ценовые форматы. В итоге, в выигрыше окажутся, прежде всего, Магнит и Х5, основной объем торговых площадей которых представлен форматами, так или иначе попадающими под определение дискаунтера. Впрочем, вряд ли расклад, с точки зрения рыночных позиций, в следующем году сильно изменится. Рынок будет, прежде всего, пристально следить за результатами О'Кей – компании предстоит доказать, что новый менеджмент в состоянии выправить положение дел в компании и избавить ее от статуса аутсайдера. На наш взгляд, лучшие результаты вновь покажут Магнит и Лента, впрочем последняя, вероятно, замедлит темпы роста на фоне сокращения доходов населения, ограничения доступности и существенного удорожания заемного финансирования.

Нефтедобыча

Нефтяной сектор в этом году явно не испытывал недостатка в новостях. Причем, судьбоносные для отрасли события происходили как внутри страны, так и за ее пределами. Началось все с обострения политического кризиса на Украине в начале этого года, за которым последовало присоединение Крыма и, фактически, начало гражданской войны на Украине. Эти события спровоцировали несколько раундов политических и экономических санкций (зачастую негласных), которые были введены против ряда российских граждан и компаний, странами ЕС, США, Австралией, Канадой, Норвегией, Новой Зеландией и Японией. Санкции, в разной мере, коснулись практически всех крупнейших российских энергетических и инфраструктурных компаний. Так, США и ЕС запретили экспорт технологий и оборудования, а также оказание услуг для поддержки проектов российских компаний по разведке и добыче нефти на глубоководных участках, арктическом шельфе или в сланцевых пластах. Кроме того, был существенно ужесточен (а, фактически, перекрыт) доступ к финансированию на западных долговых рынках для Роснефти, Новатэка, Газпром Нефти и Транснефти. Вместе с тем, ЕС не стал вводить санкции против российской газовой отрасли, тогда как в американский санкционный список, помимо Новатэка, попал и Газпром. Введение санкций против России в целом и отдельных секторов российской экономики в частности привело к снижению суверенных рейтингов страны. Агентства S&P и Moody's понизили рейтинг России на одну ступень (до BBB- и Ваа2 соответственно), установив по рейтингам «негативный» прогноз. Снижение суверенных рейтингов также повлекло за собой соответствующие снижение рейтингов ряда компаний, в частности Роснефти, Транснефти и Лукойла. Санкции, закрывшие компаниям доступ к финансированию на западных площадках стали, безусловно, болезненным ударом. В то же время, учитывая достаточно низкую долговую нагрузку большинства крупнейших нефтяников и наличие валютной выручки, основной негатив, на наш взгляд, все же лежал в плоскости потери относительно дешевых заемных ресурсов для финансирования развития нефтедобычи. В эту же точку бил и запрет на экспорт технологий по освоению шельфовых и

сланцевых месторождений, а также технологий по интенсификации добычи трудноизвлекаемой нефти на старых западносибирских месторождениях. Отметим, что крупнейшие нефтедобытчики демонстрировали в течение этого года весьма неплохие темпы прироста добычи (за исключением Роснефти), а наилучший темпы показали Лукойл и Башнефть, нарастившие добычу сырья (за 9М14) соответственно на 6.3% г/г и 10% г/г. Западные санкции могли бы стать главным триггером значительного сокращения, если не стагнации, объемов нефтедобычи в России, однако существенное ухудшение конъюнктуры глобального нефтяного рынка в 4К14 привело к переоценке роли санкций как таковых. Обвал нефтяных котировок, вызванный сокращением спроса, как реального (на фоне достаточно слабых перспектив роста мировой экономики), так и спекулятивного (на фоне ожиданий скорого сворачивания количественного смягчения в США) в условиях избыточного предложения. Дополнительный импульс снижению нефтяных котировок придало решение ОПЕК сохранить неизменными квоты на добычу нефти, спровоцировавшее ценовую войну между главными добывающими странами, каждая из которых стремилась сохранить свою рыночную долю. С учетом того, что нефтяные цены останутся низкими до середины следующего года, а вероятно и дольше, многие проекты по расширению нефтедобычи (например, на арктическом шельфе) становятся попросту нерентабельными, да и возникает вопрос в необходимости расширения добычи как таковой. Все эти события не отменили негативный эффект от санкций, но во многом его девальвировали.

В свою очередь, наиболее резонансным событием внутри страны стала национализация Башнефти – одной из двух крупнейших частных нефтяных компаний, еще оставшихся на рынке. Это событие стало настоящим шоком для всех участников рынка. После «дела Юкоса» незыблемость принципа частной собственности в стране вновь была подвергнута серьезному сомнению, а тренд на огосударствление национального нефтегазового сектора получил дополнительный импульс (после поглощения в прошлом году государственной Роснефтью еще одного частного игрока – ТНК-ВР). Основным вопросом, который неизбежно встает – в чьих интересах была проведена национализация компании? Возможно, ответ на этот вопрос станет ясен после повторной приватизации Башнефти, которая, впрочем, вряд ли произойдет даже в среднесрочной перспективе. Пока же от интереса к Башнефти успели откеститься большинство крупных игроков, включая Роснефть, Лукойл и Сургутнефтегаз. В остальном же, вряд ли новый статус госкомпании приведет к улучшению ее операционных показателей, хотя и позволит, вероятно, рассчитывать на более лояльный подход со стороны госбанков, что, безусловно, ценно в условиях ограничений по привлечению капитала из-за рубежа и роста стоимости заимствований. В свою очередь, рейтинговые агентства решили не пересматривать кредитные рейтинги Башнефти, отметив, в том числе, что компании удалось урегулировать возможные риски досрочного предъявления долга к погашению (ковенанта «о смене контроля»), а переход компании в госсобственность минимизирует риски предъявления каких-либо претензий к самой компании со стороны государства.

Еще одним заметным событием на рынке, теперь уже в сфере M&A, стало приобретение Независимой нефтегазовой компанией нефтедобывающих активов Группы Альянс. Напомним, что НКК была основана под конец 2012 г. экс-главой Роснефти Эдуардом Худайнатовым, и с тех пор компания последовательно вела процесс консолидации относительно небольших активов в энергетической сфере. На текущий момент, крупнейшим приобретением НКК и стала Альянс Ойл, которая, хоть и существенно уступает по масштабам крупнейшим игрокам отрасли, тем не менее, занимает устойчивые позиции на рынке Дальнего Востока – ей принадлежат Хабаровский НПЗ, а также крупнейшие в регионе сети оптовой и розничной реализации нефтепродуктов и сопутствующая инфраструктура. Консолидация Альянс Ойл прошла в 2 этапа. В апреле этого года НКК и Группа Альянс создали СП (распределение долей составило 40% и 60% соответственно), а уже в сентябре НКК полностью выкупила долю Альянса в СП. Официально сумма сделки не раскрывалась, однако ранее стоимость СП оценивалась в 7-8 млрд. долл., то есть сумма, уплаченная НКК могла составить порядка 4.2-4.8 млрд. долл. Продажа Альянс Ойл, чьи евробонды торгуются на рынке, уже привело к заметному снижению ее информационной прозрачности. Мы не исключаем, что в дальнейшем НКК может принять решение о выкупе долгов Альянс Ойл с рынка, тем более что такое решение напрашивается, учитывая, что бумаги торгуются на уровне чуть выше половины от номинальной стоимости.

Возвращаясь к перспективам нефтедобытчиков в следующем году, отметим, что 2015 г. будет действительно непростым. В то же время, мы не склонны переоценивать предстоящий негатив. Так, низкие цены на нефть будут иметь достаточно ограниченное влияние на денежный поток компаний из-за значительного укрепления доллара по отношению к рублю. Что касается долговой нагрузки нефтяников, то здесь ситуация также достаточно благоприятна. Во-первых, долговая нагрузка большинства компаний находится на невысоком уровне, а структура долга является комфортной с точки зрения ее срочности. Во-вторых, хотя сумма долга для госкомпаний будет расти в силу валютной переоценки долговых портфелей, реальный эффект будет минимизирован благодаря наличию значительных объемов валютной выручки. Для Лукойла же валютная переоценка и вовсе будет означать сжатие рублевой части долгового портфеля. Относительно инвестиционных программ на 2015 г. отметим, что о снижении запланированных инвестиций на 2015 г. заявил только Лукойл (бюджет будет урезан на 15%), тогда как остальные компании, насколько мы понимаем, сокращать инвестиции не намерены. Вместе с тем, необходимо иметь в виду, что в последние годы Лукойл характеризовался более высоким уровнем капитальных расходов (на уровне 0.7-0.8x EBITDA) по сравнению с другими игроками (0.3x-0.5x EBITDA). Кроме того, даже если компании сохранят прежние темпы роста инвестиций, их потребность в финансировании капложений останется в рамках собственного денежного потока (в пределах 1x EBITDA), при этом в качестве дополнительного источника ликвидности будут выступать солидные запасы наличности, которые компании уже успели скопить на счетах.

Несколько особняком в этом списке стоит Роснефть как в части кредитных метрик в целом, так и в части инвестиционной программы на следующий год. Так, Роснефть может увеличить объем капложений в 2015 г. на четверть, притом, что у

компания итак самая высокая долговая нагрузка среди крупнейших компаний (1.6 x чистый долг к EBITDA LTM на конец 9M14) после покупки ТНК-ВР в прошлом году. Впрочем, ее текущий уровень инвестиционных затрат (0.5x EBITDA) свидетельствует о сохранении значительного потенциала для финансирования даже растущих капвложений за счет собственных источников. Кроме того, объем накопленных на балансе ликвидных активов позволяет оплатить весь инвестиционный бюджет на следующий год только за счет этих средств. Наконец, мы бы хотели отметить еще два весьма важных момента. Первое, это получение значительных объемов предоплаты за поставки нефти в Китай (за 9M14 общая сумма составила около 500 млрд. руб.), что и в дальнейшем будет выступать дополнительным источником ликвидности и, в какой-то мере, компенсирует действующий запрет на предоставление компании финансирования со стороны западных банков. Второе: Роснефть претендует на получение значительных средств из Фонда национального благосостояния, уже направив заявку на выделение около 2.4 трлн. руб. В качестве обоснования столь масштабной заявки компания указала необходимость финансирования будущих инвестиций. По состоянию на конец года официального решения относительно выделения Роснефти средств ФНБ принято не было, более того, министр экономического развития заявил, что пока таких планов не существует. Тем не менее, в первой половине декабря Роснефть разместила на, фактически, закрытом рынке облигации на рекордную сумму в 625 млрд. руб., при этом бумаги компании были размещены с доходностью ниже, чем, например ОФЗ с годовой дюрацией. Насколько мы понимаем, посредником в размещении выступил ВТБ, а новые бумаги Роснефти были оперативно включены в Ломбардный список ЦБ. Это свидетельствует о том, что компания, так или иначе, получила поддержку, если и не за счет средств ФНБ, то за счет валютных резервов страны. Если абстрагироваться от последствий такого решения, которое вступает в противоречие с установками на сдерживание инфляции, то Роснефть на деле продемонстрировала, что обладает значительным лоббистским ресурсом для получения господдержки.

Банковский сектор

Уходящий год выдался сложным и для российского банковского сектора. Геополитическая напряженность в Украине, ставшая причиной ввода санкций против России, в том числе против ряда ключевых российских госкомпаний и госбанков, вызвала заметный отток иностранного капитала и ослабление национальной валюты. В совокупности с замедлением российской экономики на фоне снижения цен на основное экспортное сырье это определило ключевые негативные тренды для российских банков.

Так, по данным ЦБ, несмотря на то, что темпы роста кредитования с начала года превысили значение аналогичного периода прошлого года на 4.3 п.п., составив 21.3%, без влияния валютной переоценки показатель смотрелся значительно хуже, чем в 2013 г. (12.2% к началу года). При этом по итогам 2014 г., по прогнозам ЦБ, рост кредитного портфеля в целом по системе с исключением влияния изменения валютного курса ожидается приблизительно на уровне 13-15%, то есть в любом случае показатель окажется ниже значения прошлого года. С точки зрения структурной разбивки кредитного портфеля, в качестве основного драйвера роста выступили кредиты, предоставленные нефинансовому сектору, прибавившие порядка 24.6% с начала года (12% без влияния валютного фактора), при этом розничный бизнес, как и в прошлом году, продолжил замедление, по итогам одиннадцати месяцев темпы роста составили около 13.7% (12.7%).

В целом замедление масштабов кредитования, на наш взгляд, выглядело вполне ожидаемо, так как было обусловлено, в первую очередь, существенным ухудшением экономических реалий. В итоге большинство банков решили сменить курс собственной стратегии, перейдя от погони за высокими темпами роста и уровнем маржи к наращиванию подушки ликвидности с целью переждать «тяжелые времена», а также концентрированию большего внимания на качестве активов для снижения давления резервных отчислений на P&L банков. В то же время ужесточение подходов к оценке кредитоспособности при выдаче кредитов и увеличение объемов списаний и продажи проблемных активов не оказало в полной мере должного эффекта: уровень NPL с начала года вырос на 0.5 п.п. с 4.3% до 4.8%. Наибольший негативный вклад в совокупный показатель по-прежнему внесла розница, проблемная задолженность которой выросла с 4.4% до 5.9%, при этом доля NPL корпоративного кредитования осталась практически неизменной по сравнению с началом года на уровне 4.2%.

Рост «плохих активов» потребовал от кредитных организаций начисления дополнительных резервов (с начала года выросли на 33%), что на фоне падения чистой процентной маржи, а также сокращения доходов от вложений в ценные бумаги и от валютных операций негативно сказалось на итоговом результате банковского сектора. Так за 11 месяцев текущего года прибыль банков была меньше на 11.7%, чем за аналогичный период прошлого года и составила порядка 781 млрд руб. Отметим, что потеря части маржи в секторе была вызвана опережающими темпами роста стоимости фондирования (за период январь – ноябрь 2014г. средняя ставка по рублевым депозитам выросла на 0.9 п.п., а по кредитам всего на 0.15 п.п.), при этом ряд банков, которым все же позволяла их собственная продуктовая линейка, для «спасения маржи» сделали акцент на менее рискованные из розничных кредитов и в тоже время обеспеченные ипотечные и жилищные ссуды (доля в совокупном кредитном портфеле увеличилась с 8.5% до 9.4%). Все же, несмотря на это, прибыльности банков оказалось недостаточно для собственной докапитализации, поэтому с января по ноябрь наблюдалось постепенное ухудшение показателей достаточности капитала (с 13.5% до 12.2%).

Снижение уровня достаточности капитала стало одним из определяющих факторов для рейтинговых изменений в 2014 г. Хотя все-таки стоит сказать, что основной вектор и тон для всех рейтинговых действий задавало понижение суверенного рейтинга России, а также крупнейших госбанков, попавших в санкционный список. По этой причине большинство рейтинговых отчетов по банковскому сектору в целом носили преимущественно негативный характер. Так помимо банков первого эшелона основной удар со стороны рейтинговых агентств был нанесен по розничным банкам (ХКФ Банк, Банк Русский Стандарт и Восточный Экспресс), которые, на наш взгляд, полатились за бурные темпы роста 2011-2012 г. и в итоге продемонстрировали в 2014 г. наиболее слабые финансовые результаты, а именно более высокие, чем у сопоставимых банков, убытки, а также давление на регулятивный капитал, что все же в большей мере относится к Восточному экспрессу и Банку Русский Стандарт. Из универсальных банков наиболее интересным, на наш взгляд, можно выделить понижение долгосрочного рейтинга Промсвязьбанка и МДМ Банка, где на фоне неплохих финансовых данных «ахиллесовой пятой»

первого остается «жесткая капитализация», как отмечалось нами ранее, а у последнего, убытки на протяжении долгого времени, а также истощенный в связи с этим капитал. Отметим, что по данным отчетности за 1П14 г. и 9М14 г. МДМ Банку все же удалось выйти в плюс, что в дальнейшем может оказать поддержку финансовому профилю банка при пересмотре его рейтингов и прогнозов.

Что касается ликвидности в банковском секторе, то здесь по-прежнему сохраняется напряженная ситуация и ощущается ее заметный дефицит, который был обусловлен, в первую очередь, замедлением роста депозитной базы, а также неоднократным повышением процентных ставок. В результате в течение года наблюдалось увеличение зависимости банков от инструментов ЦБ (доля в пассивах средств выросла с 7,7% до 9,5%), а также более ожесточенная борьба за средства клиентов посредством предложения более высоких процентных ставок по депозитам. Отметим, что регулятор заявил о своей готовности и в дальнейшем поддерживать ликвидность в банковском секторе, отметив, при этом, что в случае крайней необходимости даже рассматривает возможность вернуть на рынок кризисный инструмент, беззалоговое кредитование. Эта инициатива была бы весьма уместна в 2015г. Ликвидность банковского сектора является основной угрозой наступающего года. Отток капитала, закрытый первичный рынок, погашения и рост ставок, снижающий объем и стоимость залоговой базы по операциям репо с ЦБ - основные факторы, снижающие ликвидность банковского сектора и формирующие колоссальный разрыв ставок МБК и операций рефинансирования ЦБ.

На долговом рынке первичные размещения проходили преимущественно под эгидой банковского сектора. Высокая волатильность на рынке на фоне возросшего уровня процентных ставок наложила отпечаток на объемах предложений в 2014 г., которые оказались практически вдвое меньше объемов размещений прошлого года (порядка 300 млрд руб.). Но, на наш взгляд, учитывая сложившуюся конъюнктуру рынка в текущем году, даже такой результат оценивается нами как довольно неплохой. С точки зрения характеристик размещений в 2014 г. изменения коснулись не только доходностей бумаг, но и их сроков погашения. Так практически все новые выпуски характеризовались дюрацией максимум до 2-х лет, при этом ближе к двум годам рисковали занимать только банки с инвестиционным рейтингом, а банки ниже классом ориентировались на дюрацию до года. Но даже с таким объемом размещений и при таких условиях нам удалось увидеть на рынке несколько новых имен. Самыми яркими, на наш взгляд, из которых стали Фольксваген Банк Рус, высококлассный заемщик, являющийся представителем финансового подразделения в России Volkswagen AG, а также АКБ Пересвет, имеющий любопытную акционерную структуру, включающую таких акционеров, как РПЦ и Торгово-промышленную палату. В течение года оба эмитента не единожды выходили на долговой рынок, разместив все выпуски в полном размере, в общем объеме 22 млрд руб.

С позиции дальнейших перспектив 2015 год для банковского сектора нам видится больше в мрачных тонах. Мы ожидаем негативную динамику по всем вышеуказанным направлениям, так как не видим четких предпосылок для кардинального улучшения ситуации, как в банковском секторе, так в российской экономике в целом. Так, на наш взгляд, банки продолжают сокращать темпы роста кредитных портфелей, при этом снижение NPL останется ключевой задачей в банковском секторе. Учитывая характер текущих прогнозов по большинству банков, рейтинговые агентства также продолжат понижательные действия в адрес российских кредитных организаций. На рынке облигаций банковский сектор скорее всего останется главным хедлайнером, банки будут вновь искать наиболее подходящие окна для размещения, но в случае сохранения сложной конъюнктуры рынка объем размещений в 2015 г. может быть еще заметно меньше, чем в этом году.

Текущий уровень ставок ЦБ, безусловно, является шоковым и имеет призрачные перспективы продлиться длительное время. На наш взгляд, вероятность снижения ставки на 1-2 пп. велика уже на первых заседаниях ЦБ в 2015г. Мы полагаем, что потенциал снижения ключевой ставки за весь 2015г. составляет порядка 4 пп (2 пп в первом полугодии 2015г. и 2 пп - во втором): с текущих 17% до 13% на конец 2015г. Тем не менее, высокий уровень ставок станет тяжелым испытанием для банковского сектора, главным фактором давления на маржу банков, причиной роста просрочки, снижения качества активов, а значит, и роста кредитного риска в целом по системе.

Телекоммуникационные компании

Для крупнейших сотовых компаний 2014 г. прошел без каких-либо существенных потрясений. Вместе с тем, среди крупнейших операторов можно без труда определить тех, кто в уходящем году продемонстрировал лучшую динамику, и попавших в число аутсайдеров, и новых перспективных игроков. Среди операторов «большой тройки», с точки зрения изменения финансовых результатов, все операторы показали примерно сопоставимую динамику. Лучшие темпы роста продемонстрировал Мегафон (за 9М14 рост рублевой выручки составил 6.9% г/г, OIBDA – на 2% г/г) и МТС (рост на 3.4% г/г и 2.2% г/г соответственно). В то же время, рублевая выручка Вымпелкома за тот же период показала умеренный рост, а EBITDA – сохранилась на уровне прошлого года. Вымпелком попал в число отстающих, причиной чего стали более слабые операционные показатели компании. Так, на главном для компании российском рынке ее абонентская база стагнировала (за 9М14 число абонентов сократилось на 1.4% г/г), тогда как МТС и Мегафон – росла, и весьма неплохими темпами. Кроме того, Вымпелком также отставал от основных конкурентов и по темпам роста доходов от мобильной передачи данных, который стал основным драйвером увеличения выручки операторов «большой тройки», при этом роль этого сегмента в генерации доходов всех компаний в будущем будет только возрастать. Отметим, что в связи со слабой динамикой Вымпелкома, некоторые наблюдатели поспешили заявить, что «большая тройка» превратилась в «большую двойку», однако мы не разделяем столь драматичную оценку. Мы полагаем, что компании удастся улучшить операционные показатели в следующем году, тогда как по динамике доходов, как уже было отмечено выше, разрыв не так велик. Кроме того, с учетом ухудшения общеэкономической ситуации в России в этом году и весьма неоднозначных перспектив следующего года, ценность более широкой страновой диверсификации Вымпелкома, на наш взгляд, будет только расти. По итогам отчетов за 9М14 компании, в целом, подтвердили прогнозы на текущий год. Так, Мегафон сообщил, что ждет роста выручки в рублях на 6-8%, тогда как рентабельность по OIBDA должна составить «как минимум 44%», а МТС чуть улучшил свой прогноз. Теперь

компания ожидает, что рост выручки теперь превысит 2% г/г (ранее – не более 1% г/г), а рост OIBDA составит около 1% (ранее ожидался на уровне прошлого года). На ключевом российском рынке МТС ожидает сохранения сильной динамики: рост выручки и OIBDA по году в целом предполагается на уровне около 5% г/г. Мы считаем, что компании без особого труда достигнут своих целевых показателей по итогам года. Несколько иная ситуация с Вымпелкомом. Если по итогам 9M14 компания ожидала умеренного сокращения выручки и EBITDA в долларах (не более чем на 5% г/г), то обвал рубля в 4K14 сделал этот прогноз неактуальным. На наш взгляд, девальвация рублевой компоненты выручки будет основной причиной снижения финансовых результатов компании в отчетности по итогам года. Это сокращение, по нашим оценкам, составит 10-15%. В части долговой нагрузки, в целом, положение крупных сотовых операторов не вызывает особых опасений. У Мегафона и МТС уровень долговой нагрузки на конец 9M14 находился в районе 1x OIBDA LTM, тогда как доля валютного долга этих компаний составляла не более 25%. В то же время, Вымпелком исторически отличался более высоким уровнем долговой нагрузкой (как результат покупки Wind), на конец 9M14 показатель составлял 2.5x. Вместе с тем, если Мегафон и МТС неизбежно столкнутся с увеличением валютной части долга в рублевом выражении, то рублевый долг Вымпелкома в его отчетности, наоборот, будет сокращаться. В дополнение к этому отметим, что сделка, которая привела к формированию повышенной долговой нагрузки компании, в то же время, сделала ее действительно глобальным игроком и обеспечила валютную диверсификацию выручки. Сейчас за счет российского сегмента бизнеса формируется примерно 40% доходов, при этом на долю бизнеса компании в Италии приходится почти треть. Диверсифицированная выручка позволит Вымпелкому и в дальнейшем балансировать валютную структуру долга, к тому же наличие крупных зарубежных сегментов бизнеса облегчит ей фондирование за рубежом. Наконец, с точки зрения временной структуры долга ситуация для «большой тройки» также весьма комфортная. Наибольший объем короткого долга (чуть более 25%) к концу 3K14 был у Мегафона, в то же время, ликвидные активы на балансе компании почти полностью покрывал эту сумму. Аналогичная доля у МТС и Вымпелкома составляла 5-10% и с запасом покрывалась ликвидными активами. Кроме того, все компании также сохраняли доступ к значительным объемам рефинансирования по открытым кредитным линиям.

Позитивным для МТС событием стало повышение кредитного рейтинга компании летом этого года. Агентства S&P и Moody's повысили рейтинг МТС до инвестиционного уровня, отметив улучшение операционного профиля и кредитных метрик компании. Ключевым риском для Системы и МТС является возможность предъявления требований о возврате дивидендов, которые Система получила от Башнефти (Следственный комитет оценил их объем в 190 млрд. руб.). Реализация этого риска будет означать заметный рост нагрузки на денежный поток МТС и существенное ухудшение кредитного качества компании, поскольку МТС остается единственным активом Системы, который сможет предоставить материнской компании денежные средства в требуемых масштабах, с учетом того, что сама Система не обладает достаточной ликвидностью и вряд ли сможет занять необходимые средства в сложившихся условиях.

Вымпелкому, наконец, удалось (и, на наш взгляд, достаточно успешно) урегулировать с властями Алжира тянувшийся еще с 2011 г. спор по поводу владения крупнейшим местным мобильным оператором Djazzy. Стороны договорились, что Вымпелком продает 51% Djazzy правительству Алжира, но сохранит при этом операционный контроль над компанией, на основании чего продолжит консолидировать ее в своей отчетности. Поступления по сделке составят около 4 млрд. долл. (с учетом дивидендных выплат Djazzy) и будут использованы для замещения внутригрупповых обязательств. Кроме того, в этом году Вымпелком также ушел из Канады, продав бизнес в этой стране местному партнеру. Впрочем, эта сделка существенно не повлияла на результаты компании, денежные поступления составят около 122 млн. долл., а общий долг снизится на 144 млн. долл., притом, что ранее Вымпелком практически обнулil стоимость инвестиций в канадский бизнес, списав около 743 млн. долл. Ближе к концу года Вымпелком начал переговоры об объединении бизнесов в Италии (ей принадлежит третий крупнейший мобильный оператор) с гонконгской Hutchison, которой принадлежит четвертый по размерам оператор на рынке. Обсуждается возможность создания СП, где стороны будут владеть равными долями. Мы позитивно оцениваем перспективы такого объединения: консолидация на зрелом итальянском рынке позволит укрепить конкурентные позиции и повысить эффективность бизнеса. Кроме того, создание СП окажет влияние на отчетность Вымпелкома. С одной стороны, деконсолидация итальянского бизнеса приведет к потере заметной части выручки (более 30%), но, в то же время, компания сможет и деконсолидировать обязательства итальянского сегмента, которые формируют более половины общего долга Вымпелкома. Реализация такого сценария позволит заметно снизить долговую нагрузку Вымпелкома, приблизив ее к уровню других компаний «большой тройки».

События на Украине, разворачивавшиеся в стране весь этот год, оказали негативное влияние на бизнес МТС и Вымпелкома. В условиях острого экономического кризиса на Украине, вызвавшего снижение доходов населения, выручка и операционная прибыль украинских дочерних компаний российских операторов показали умеренные темпы снижения в гривне, однако в пересчете в рубли или доллары снижение их доходов приобрело куда большие масштабы. Кроме того, после присоединения Крыма к России, обе компании приостановили обслуживание всех абонентов на этой территории, опасаясь введения санкций со стороны украинских властей и западных стран. Несмотря на это, риски потери украинского бизнеса для обеих российских компаний, на наш взгляд, достаточно высоки, а триггером реализации этого риска может стать дальнейшее ухудшение политико-экономической ситуации на Украине. Потеря этих сегментов станет чувствительным ударом для МТС (генерирует 8-9% от общей выручки и OIBDA) и, в меньшей степени, для Вымпелкома (вклад сегмента в консолидированные выручки и EBITDA составляет 5-6%). В этом контексте интересны результаты конкурса по лицензиям 3G на Украине, итоги которого будут подведены в феврале будущего года. На конкурс выставлены 3 лота, стартовой стоимостью по 174 млн. долл. каждый. Кроме того, получившие лицензии операторы примут на себя обязательства по развертыванию 3G-сетей по всей стране в течение 6 лет. Обе дочки российских операторов (Киевстар и МТС-Украина) входят в «большую тройку» на рынке Украины и, очевидно, что для сохранения конкурентных позиций и дальнейшего развития бизнеса 3G-лицензии компаниям необходимы. В то же время, по мнению ряда экспертов стоимость лицензий существенно завышена, что может повлиять на решение Вымпелкома и МТС участвовать в конкурсе. Кроме того, даже если компании примут решение участвовать, их просто могут не допустить к конкурсу по политическим соображениям, либо лишить их лицензий постфактум на основе недавно принятого в стране закона «О санкциях».

Что касается перспектив будущего года, на наш взгляд, и МТС, и Мегафон имеют все шансы сохранить умеренный рост финансовых результатов. В то же время, на отчетность Вымпелкома, с точки зрения динамики выручки и прибыли, сильное давление по-прежнему будет оказывать двукратное ослабление рубля. Несмотря на рост инвестиционных затрат из-за роста стоимости импорта, компании смогут оплатить свои инвестиционные бюджеты даже в условиях их незапланированного роста с учетом относительно невысокой текущей нагрузки на денежный поток компаний (CAPEX/EBITDA не более 0.5x). Кроме того, инвестпрограммы могут быть и пересмотрены в зависимости от развития ситуации в дальнейшем. Вместе с тем, в будущем году «большая тройка» может столкнуться с усилением конкуренции на крупнейшем и наиболее доходном для всех компаний локальном рынке – в Москве. В следующем году на московский рынок может выйти новый для региона оператор, претендующий на статус четвертого федерального. Речь идет о ТЕЛЕ2 – СП, образованного в результате объединения сотовых активов, выкупленных у шведской Tele2 AB, и Ростелекома. Компания достаточно давно мечтала о выходе на московский рынок, однако наличие иностранных акционеров и сильное лобби «большой тройки» выступало в роли непреодолимого барьера. После смены акционеров ТЕЛЕ2 сама обзавелась значительным административным ресурсом, а создание СП с Ростелекомом принесло необходимые для дальнейшего развития компании сотовые лицензии, в том числе федеральную 4G-лицензию. Напомним, что, в свое время, ТЕЛЕ2 не была допущена к конкурсу по распределению 3G-лицензий и фактически могла оказывать услуги только в сетях 2G, что, в конечном итоге, и вынудило иностранных акционеров продать бизнес в России. Еще летом этого года ВТБ, который является одним из нынешних акционеров ТЕЛЕ2, одобрил выделение компании кредита на 5 млрд. долл. Вероятно, значительная часть этой суммы будет использована для оплаты строительства сотовой инфраструктуры в Москве, что, однако, займет достаточно много времени. А пока, насколько мы понимаем, ТЕЛЕ2 намерена работать в Москве по модели виртуального оператора и ведет переговоры с Мегафоном на предмет оптовой покупки трафика. Приход нового игрока приведет к усилению конкуренции на столичном рынке, и это, конечно, позитивно скажется на потребителях, особенно в условиях падения доходов. В то же время, мы полагаем, что ТЕЛЕ2, работающая по модели сотового дискаунтера, не сможет в полной мере использовать свой излюбленный прием конкурентной борьбы. Обычно компания при выходе на новый рынок устанавливала тарифы, как минимум, на четверть дешевле, чем у местных игроков. В случае же столицы, которая является наиболее маргинальным рынком в стране, никто из «большой тройки» не заинтересован в таком развитии событий. То есть, в обмен на допуск в собственные сети, партнер ТЕЛЕ2, очевидно, потребует для себя существенных рычагов влияния на тарифную политику компании. Кроме того, не ясно, получит ли ТЕЛЕ2 возможность оказывать услуги мобильной передачи данных, поскольку операторы «большой тройки» сами продолжают разворачивать необходимую инфраструктуру, а та, что уже построена, испытывает большие нагрузки. Учитывая, что услуги мобильной передачи данных являются сейчас основным драйвером увеличения выручки «большой тройки», отказ от допуска ТЕЛЕ2 к этой инфраструктуре выглядел бы логичным, поскольку, с одной стороны, позволил бы «большой тройке» сохранить качественное конкурентное преимущество перед ТЕЛЕ2, с другой – заработать на дозагрузке своих голосовых 3G-сетей.

Транспорт

В 2014 году российские авиакомпании показали хорошую динамику операционных показателей, поддерживаемую в основном увеличением внутренних перевозок. За 11M14 объем пассажирских перевозок в России вырос на 10.5% г/г, пассажирооборот – на 7.8% г/г. Темпы прироста объема пассажирских перевозок крупнейших авиаперевозчиков были неравнозначные: Аэрофлот увеличил данный показатель на 12.8% г/г, в то время как Трансаэро и ЮТэйр – на 6.0% и 5.5% соответственно. Поддержку финансовым показателям авиакомпаний также оказала сложившаяся в 2014 году динамика цен на нефть (умеренный рост до июня и весомое падение до конца года) и авиатопливо. Аэрофлот и Трансаэро по данным последней отчетности продемонстрировали синхронные темпы роста выручки, но неоднозначную динамику рентабельности. В 1П14 расходы Трансаэро на авиатопливо практически не изменились г/г, что способствовало росту EBITDA margin на 4.4 пп до 16.7%. Напротив, за 9M14 затраты Аэрофлота на авиатопливо выросли на 9.1% г/г, совокупные операционные расходы – на 14.1% г/г, в результате EBITDA margin сократилась на 6.1 пп до 10%.

Падение рубля во 2П14 негативно отразилось на финансовых метриках авиакомпаний, поскольку существенную часть их долга составляют долларовые обязательства по финансовому лизингу. В частности, за 9M14 Аэрофлот аккумулировал свободный денежный поток, однако ослабление национальной валюты привело к увеличению рублевого долга Аэрофлота за 9M14 на 42.3% и долговой нагрузки в терминах net debt/EBITDA до 4.6x на 30 сентября 2014 г. с 2.1x на 31 декабря 2013 г. Учитывая последнюю волну ослабления рубля в 3К14, до конца 2014 г. мы ожидаем дальнейшего роста кредитного портфеля Аэрофлота и Трансаэро.

Наиболее заметным событием в авиационном сегменте стал технический дефолт находящейся в тяжелом финансовом положении авиакомпании ЮТэйр при исполнении оферты по облигациям серий БО-09 и БО-10 на общую сумму 2.7 млрд руб., а также по выплате 10-го купона по биржевым облигациям серий БО-08 и БО-16. Объем исков к ЮТэйру со стороны кредиторов превысил 2 млрд руб. Осуществление дальнейшей деятельности авиакомпании будет зависеть от возможных мер поддержки ЮТэйра со стороны Правительства России.

В сегменте грузовых перевозок в уходящем году наблюдалась довольно слабая динамика операционных показателей. По данным Росстата, за 10M14 грузооборот всех видов транспорта, включая трубопроводный, составил 100.2% от уровня 10M13. Грузооборот железнодорожного транспорта составил 105.3% г/г, морских портов – на 106% г/г. Тем не менее, динамика выручки и EBITDA компаний сегмента по данным последней отчетности была неоднозначной. Лучшие темпы роста долларовых выручки и EBITDA, а также EBITDA margin за 9M14 показали Совкомфлот (в результате роста фрахтовых ставок и увеличения натуральных объемов транспортировки) и НМТП (за счет роста грузооборота маргинальных грузов – нефтепродуктов, зерна, черных металлов и контейнеров). В свою очередь, Глобалтранс, Трансконтейнер и Fesco в последней отчетности продемонстрировали отрицательную динамику выручки и EBITDA (выраженную как в долларах, так и в рублях) и EBITDA margin. В 2014 году компании сегмента грузовых перевозок, за исключением Совкомфлота, продолжили реализацию умеренной инвестиционной программы. В результате, согласно промежуточным данным, Глобалтранс,

Трансконтейнер и НМТП аккумулировали положительный свободный денежный поток, что позволило компаниям сохранить либо сократить уровень долговой нагрузки. По данным последней отчетности, наиболее высокой долговой нагрузкой в сегменте отличались Fesco и Совкомфлот, отношение net debt/EBITDA LTM которых на 30 сентября 2014 г. составляет соответственно 7.0x и 5.5x

В 2015 году мы не исключаем снижения темпов роста пассажирских перевозок. По нашим оценкам, крупнейшие авиакомпании сохраняют высокий уровень долговой нагрузки. В 2015 году среди компаний сектора (за исключением ЮТэйра) наиболее высокие риски рефинансирования долга будут характерны для Трансаэро. В марте 2015 г. Трансаэро предстоит погасить облигации серии БО-01 на 2.5 млрд руб., в конце 2015 г. – пройти offer по облигациям БО-02 на 2.5 млрд руб. Денежных средств Трансаэро, остаток которых на 30 июня 2014 г. составлял 1.4 млрд руб., недостаточно для выполнения краткосрочных финансовых обязательств на сумму 29.7 млрд руб. В целях снижения рисков рефинансирования частная авиакомпания Трансаэро в 4К14 заключила партнерское соглашение с государственным банком Китая ICBC о проведении работ по привлечению инвестиций в акционерный капитал компании. Напротив, риски рефинансирования долга Аэрофлота в 2015 году мы оцениваем как умеренные, учитывая комфортный график выплат по финансовому лизингу, достаточность денежных средств на счетах на 30 сентября 2014 г. для одновременного погашения всего краткосрочного долга, большой запас невыбранных кредитных линий, а также контроль Аэрофлота со стороны государства и лидирующие позиции компании на рынке авиаперевозок.

В 2015 году в сегменте грузовых перевозок мы ожидаем сохранения сдержанной динамики операционных показателей. Тем не менее, индексация тарифов на грузовые перевозки РЖД на 10% с 1 января 2015 г., вероятно, будет способствовать повышению тарифов грузоперевозчиков, что окажет некоторую поддержку их финансовым показателям. В условиях рецессии в экономике России большинство компаний сектора, вероятно, продолжат придерживаться консервативной инвестиционной стратегии, что позволит и в следующем году сдержать рост кредитного портфеля и уровня долговой нагрузки. В 2015 году низкие риски рефинансирования и в целом сильный кредитный профиль сохранит, по нашим оценкам, Трансконтейнер. Риски рефинансирования долга Глобалтранса, НМТП и Совкомфлота в 2015 году мы оцениваем как невысокие. Контрольный пакет акций НМТП заложен по кредиту Сбербанка на 1 798 млн долл. сроком до 2018 года (объем погашений в 2015 году – 75 млн долл.), при этом сильное снижение его рыночной оценки в 2014 году стало причиной классификации этого кредита в составе краткосрочного долга. Тем не менее, НМТП договорился со Сбербанком о ежегодной оценке контрольного пакета акций компании независимым оценщиком, что свидетельствует о снижении рисков предъявления уведомления со стороны Сбербанка о досрочном погашении кредита. В свою очередь, риски рефинансирования долга Совкомфлота существенно уменьшает контроль компании со стороны государства, небольшая доля краткосрочного долга в структуре кредитного портфеля и достаточность денежных средств на 30 сентября 2014 г. для погашения 75% краткосрочного долга. В то же время, масштабные инвестиционные проекты Совкомфлота, вероятно, приведут к дальнейшему расширению кредитного плеча: в декабре 2014 г. Совкомфлот договорился с консорциумом европейских банков о предоставлении десятилетнего кредита на 319 млн долл. для финансирования двух новых танкеро-газовозов СПГ. В 2015 году наиболее слабый кредитный профиль в сегменте грузовых перевозок сохранит, по нашим оценкам, Fesco.

Химическая промышленность

В 2014 году представленные на долговом рынке производители химической продукции показали в основном нейтральные финансовые результаты. С одной стороны, ценовая конъюнктура на мировом рынке минеральных удобрений была неблагоприятной: в уходящем году средние цены на карбамид, аммиачную селитру, КАС и изофоску в долларах умеренно снизились. С другой стороны, замораживание рублевых цен на газ, являющийся основным сырьем для производства минеральных удобрений, а также девальвация рубля оказали поддержку конкурентоспособности экспортирующим основную часть производимой продукции отечественным компаниям на мировом рынке и их финансовым результатам. В частности, за 9М14 увеличилась EBITDA margin Акрона, Еврохима и Фосагро. Самую сильную динамику выручки и EBITDA в рублевом эквиваленте (на 33.5% и 28.3% соответственно) показал СИБУР. Основной вклад в рост выручки СИБУРа внес топливно-энергетический сегмент бизнеса компании (выручка сегмента за 9М14 выросла на 58.4% г/г), в то время как динамика нефтехимического направления была более сдержанной: выручка сегмента увеличилась на 6.1% г/г. Масштабы инвестиционной деятельности химических компаний были умеренными относительно их денежных потоков: согласно данным последней отчетности, отношение CAPEX/EBITDA Акрона, Еврохима, Фосагро и СИБУРа за 9М14 составило 0.5x-0.7x, Уралкалия – 0.3x (за 1П14). Акрон и Еврохим осуществляли инвестиции в расширение чистого оборотного капитала, поэтому их свободный денежный поток, в отличие от других компаний сектора, за 9М14 стал отрицательным.

Наиболее заметным событием уходящего года стала авария на принадлежащем Уралкалию руднике «Соликамск-2», где 18 ноября в шахте произошел приток рессола. Мощность аварийного рудника составляла 17.7% совокупных мощностей Уралкалия. После аварии добыча на руднике была приостановлена. По причине аварии рейтинговое агентство S&P поместило долгосрочный рейтинг компании «BBB-» в список на пересмотр с негативным прогнозом. Агентство планирует вывести рейтинги компании из списка на пересмотр после завершения Уралкалием расследования причин аварии, определения мер по ликвидации последствий аварий и пересмотра бизнес-плана компании. Авария на руднике приведет к ухудшению операционных и финансовых показателей компании, начиная с 4К14, при этом улучшение кредитного профиля будет во многом зависеть от перспектив восстановления добычи руды на аварийном активе и объема связанных с аварией инвестиций.

Особенностью финансового профиля химических компаний является номинирование основной части долга или всего кредитного портфеля в иностранной валюте. По нашим оценкам, наиболее сбалансированными валютными структурами выручки и долга отличаются Акрон и Еврохим, менее сбалансированными – Фосагро, Уралкалий и СИБУР. В частности, реализация продукции Фосагро в России обеспечивает около 34% выручки, в то время как доля рублевых обязательств в

структуре долга составляет 1% по состоянию на 30 сентября 2014 г. Ослабление национальной валюты привело к росту рублевого долга производителей химической продукции, готовящих отчетность в рублях. Тем не менее, по данным промежуточной отчетности, долговая нагрузка компаний сектора в целом не сильно изменилась по сравнению с уровнем на начало года и осталась умеренной. Наиболее существенно, по данным последней отчетности, выросла долговая нагрузка Акрона: отношение $\text{net debt}/\text{EBITDA LTM}$ на 30 сентября 2014 г. составило 2.9x против 2.4x на 31 декабря 2013 г., что является самым высоким уровнем среди отчитавшихся за 9M14 производителей химической продукции.

По нашим оценкам, рост численности населения в мире, потребления сельскохозяйственной продукции и минеральных удобрений приведет к росту спроса на минеральные удобрения в 2015 году, что, в свою очередь, окажет поддержку операционным показателям большинства российских производителей минеральных удобрений. В 2015 году мы не ожидаем заметного роста долларовых цен на минеральные удобрения. Кроме того, возобновление роста цен на газ с 1 июля 2015 г., вероятно, окажет умеренно негативное влияние на рентабельность компаний сектора. Тем не менее, в 2015 году мы не ожидаем заметного ухудшения кредитного профиля производителей химической продукции. Риски рефинансирования долга с погашением в 2015 году в целом по сектору мы считаем невысокими, поскольку большинство производителей химической продукции на последнюю отчетную дату располагало большой подушкой ликвидности, достаточной для погашения всего краткосрочного долга.

Инфраструктура и монополии

В 2014 году инфраструктурные и монопольные компании демонстрировали преимущественно слабую динамику операционных и финансовых показателей. За 11M14 погрузка на сети РЖД уменьшилась на 0.9% г/г, по итогам 2014 года, по оценкам менеджмента компании, погрузка снизится на 0.9-1% г/г. За 11M14 потребление и выработка электроэнергии в России практически не изменились по сравнению с прошлым годом. За 9M14 объем транспортировки нефти и нефтепродуктов Транснефтью в натуральном выражении сохранился на уровне 9M13.

В 2014 году в целях сдерживания инфляции тарифы естественных монополий на газ, грузовые железнодорожные перевозки, транспортировку нефти и электроэнергии по Единой национальной электрической сети не были индексированы. Заморозка тарифов и нейтральная динамика операционных результатов привели к сдерживанию темпов роста выручки инфраструктурных и монопольных компаний. Согласно данным промежуточной отчетности, выручка РЖД в рублевом эквиваленте в 1П14 увеличилась на 2% г/г, Транснефти – на 2.2%. На общем фоне неплохую динамику рублевой выручки - в пределах 9%-32% - в 1П14 показали ФСК (вследствие повышения тарифов на передачу электроэнергии в июле 2013 г.), МРСК Урала, МРСК Центра и Ленэнерго (в результате существенного прироста среднего тарифа). Данные промежуточной отчетности свидетельствуют о неоднозначной динамике рентабельности инфраструктурных и монопольных компаний. Финансирование компаниями сектора в основном масштабных инвестиционных программ на фоне преимущественно негативных темпов роста EBITDA стали причиной отрицательного свободного денежного потока по данным промежуточной отчетности РЖД, Транснефти, Ленэнерго, МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья. Во 2П14 в связи с нейтральной динамикой операционных результатов, замораживанием тарифов и необходимостью финансирования крупных инвестиционных программ мы не исключаем дальнейшего роста кредитного портфеля и не ожидаем снижения долговой нагрузки в целом по сектору.

В следующем году мы ожидаем отрицательной либо нейтральной динамики операционных показателей большинства инфраструктурных и монопольных компаний по сравнению с 2014 годом, связанной с общей рецессией в экономике России. В такой ситуации поддержку ключевым финансовым показателям компаний, вероятно, окажет возобновление роста тарифов на близком к темпам инфляции уровне. В частности, тарифы на грузовые и пассажирские перевозки РЖД повысятся на 10% с 1 января 2015 г. Рост регулируемых тарифов сетевых компаний в 2015 году будет соответствовать индексу потребительских цен предыдущего года, тарифы Транснефти на транспортировку нефти по магистральным нефтепроводам предполагается индексировать в среднем на 6.75%.

В 2015 году инвестиционные затраты в целом по сектору останутся значительными относительно денежных потоков компании: отношение планируемых расходов на CAPEX в 2015 году к EBITDA LTM за последний год РЖД, ФСК, Транснефти и МОЭСК находится в пределах 1.1-1.3x, у Ленэнерго – около 2x. С целью недопущения сокращения инвестиционных программ в условиях рецессии в экономике Правительство России в 2015 году планирует оказать поддержку отдельным компаниям. В частности, в 2014 году инвестиционная программа РЖД превысит 400 млрд руб. Из этой суммы 100 млрд руб. предполагается финансировать за счет размещения инфраструктурных облигаций, которую, вероятно, будут выкупать докапитализированные за счет средств Фонда национального благосостояния банки. В свою очередь, менеджмент ФСК также рассчитывает на предоставление средств ФНБ на проекты развития энергетической инфраструктуры БАМа и Транссиба. Поскольку реализация инвестиционных планов компаний в намеченном объеме, вероятно, будет осуществляться с привлечением кредитного плеча, мы не исключаем умеренного роста долговой нагрузки ряда компаний сектора. Таким образом, несмотря на возобновление роста тарифов, в 2015 году мы не ожидаем улучшения финансового профиля большинства компаний сектора, учитывая вероятно слабую динамику операционных результатов и необходимость осуществления масштабных инвестиций. Тем не менее, мы оцениваем вероятность сохранения в 2015 году умеренного уровня долговой нагрузки в целом по сектору как достаточно высокую.

В 2015 году риски рефинансирования долга компаний сектора, по нашим оценкам, останутся несущественными. Так, компании сектора по состоянию на последнюю отчетную дату сохраняют небольшую долю краткосрочного долга в структуре кредитного портфеля, а накопленные большинством компаний денежные средства превышают весь объем краткосрочного долга. Кроме того, компании играют ключевую роль в сохранении и развитии российской инфраструктуры и имеют доступ к банковским кредитам.

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

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов
Виталий Киселев

kopelovich@zenit.ru
konstantin.pospelov@zenit.ru
v.kiselev@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов
Юлия Паршина

j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru
y.parshina@zenit.ru

Аналитическое управление

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Акции

Акции
Облигации

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Наталья Толстошеина
Евгений Чердаков
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Вера Панова
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

ibcm@zenit.ru

d.ruchkin@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
vera.panova@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@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 соответствующим финансовым инструментам. 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. © 2014 Банк ЗЕНИТ.