

СТРАТЕГИЯ НА РЫНКЕ ЕВРОБОНДОВ СНГ: 3К11

Похищение Европы: римейк

Основные положения

- **Основные индикаторы рынка указывают на повышение уровня неприятия риска и обеспокоенности по всему миру по сравнению с окончанием 2010 г.** Говоря о восприятии риска, отметим, что, хотя мы еще не приблизились к высоким показателям апреля-июня 2010 г., есть все предпосылки для того, чтобы мировые рынки достигли этих высот уже летом. Вторая (но вряд ли последняя) “успешная” реструктуризация греческого долга приведет лишь к кратковременной разрядке в плане неприятия риска по всему миру, а основные структурные проблемы никуда не денутся.
- **Распространение проблемы представляет опасность.** Если долговой кризис выйдет за пределы Греции, Ирландии и Португалии и затронет Испанию и Италию либо любую другую европейскую страну, то последствия будут разрушительными. Не стоит недооценивать риск распространения проблемы. Мы рекомендуем страховаться от таких рисков путем покупки CDS Великобритании, Франции и Германии.
- **Лассо стран PIIGS опутало Великобританию и США, но пока все в порядке. Пока...** По показателям бюджетного дефицита и долговой нагрузки эти две страны находятся в очень похожем положении со странами PIIGS, но отношение к ним инвесторов радикально не изменилось, поскольку мы живем в условиях финансовой парадигмы, центром которой являются США и Великобритания.
- **Экономический рост служит универсальным противоядием против кризисов, вызываемых долговым бременем и бюджетным дефицитом.** К сожалению, столь необходимый рост в крупнейших экономиках мира сходит на нет, тогда как в странах PIIGS фактически наблюдается стагнация. Мы считаем, что, до тех пор, пока в группе PIIGS не появятся реальные улучшения в экономике, любые меры, связанные с ликвидностью (такие как финансовая помощь), окажутся сизифовым трудом. Кроме того, надежды на то, что Китай вмешается и исправит ситуацию, выглядят необоснованными, так как у азиатского гиганта есть собственные проблемы.
- **Наиболее привлекательные активы.** В сложившихся условиях высокого уровня неприятия риска и нервозности на рынках, усугубленных игнорированием глобальных структурных проблем в угоду “косметическим” мерам, мы рекомендуем придерживаться краткосрочных и среднесрочных ликвидных бумаг эмитентов с хорошей подтвержденной кредитной историей (таблица 1).

Таблица 1. Наиболее привлекательные еврооблигации СНГ на 3К11

Название	Купон (%)	Дата погашения	Позиция	Цена	YTW (%)	Z-спред к свопам (б. п.)	Дюрация (лет)	Объем обращения (\$ млн)	Рейтинг (M / S / F)
РОССИЯ									
PSB 15	12,750	27/05/2015	Длинная	118,36	7,23	587	3,1	200	Ba3 / / B+
CEB 13	7,750	20/05/2013	Длинная	103,23	5,89	518	1,7	300	Ba3 / BB- / BB-
Gazprom 20	7,201	03/02/2020	Длинная	110,40	3,04	112	2,7	650	BBB+ / A- / BBB+
УКРАИНА									
Metinvest 15	10,250	20/05/2015	Длинная	109,71	7,31	594	3,2	500	B2 / / B
Ferrexpo 16	7,875	07/04/2016	Короткая	103,34	7,03	534	3,9	500	B3 / B+ / B
КАЗАХСТАН									
KAP 15	6,250	20/05/2015	Длинная	106,93	4,28	288	3,4	500	Baa3 / BBB- / BBB-
KMG 18	9,125	02/01/2019	Короткая	123,78	5,24	270	5,6	1600	Baa3 / BBB- / BBB-
KMG 20	7,000	05/05/2020	Короткая	110,89	5,43	257	6,6	1500	Baa3 / BBB- / BBB-
KMG 21	6,375	09/04/2021	Короткая	106,23	5,54	251	7,2	1250	Baa3 / BBB- / BBB-
АЗЕРБАЙДЖАН									
ADDY 16	8,250	18/02/2016	Long	107,70	6,28	454	3,7	125	нет

Источники: Bloomberg, оценка Атона

ЮРИЙ НЕФЕДОВ +7 (495) 777 6677 x2643
yury.nefedov@aton.ru
 РИНАТ КИРДАНЬ +7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru
 АНДРЕЙ БОБОВНИКОВ +7 (495) 287 x8648
andrey.bobovnikov@aton.ru

Только для профессиональных инвесторов. Настоящий документ не создавался в соответствии с юридическими требованиями, предписывающими соблюдать объективность инвестиционного анализа. Обратите, пожалуйста, внимание на раздел «Раскрытие информации» в конце данного отчета.

“...сочтешь настоящим быка, настоящим и море! Видно, как смотрит она на берег, покинутый ею, как она кличет подруг, как волн боится коснуться, вдруг подступающих к ней, и робко ступни поджимает”

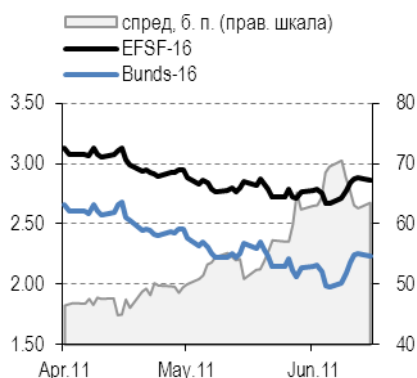
Овидий, *Метаморфозы, Похищение Европы*

Неприятие риска: современная версия древнего мифа

Европа сейчас сидит на спине быка. Но в отличие от древнего мифа бык – не всемогущий Зевс, а группа стран с уязвимым и подорванным финансовым положением. В современной версии Зевс выглядит больше как “медведь”, а похищение похоже на родео. Кроме того, в нашем случае у Европы есть возможность решать, достигнет ли она другого берега или нет.

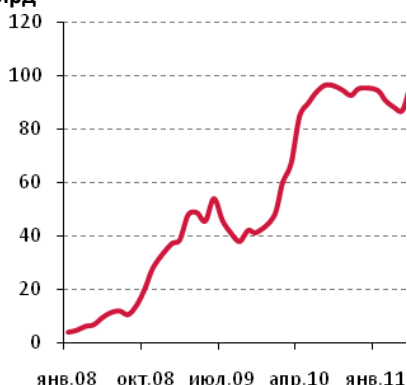
Структурные проблемы Европы очень глубоки. Спред между облигациями Европейского фонда финансовой стабильности и германскими суверенными бумагами расширился всего за несколько недель до 65 б. п., что является максимальным показателем с момента размещения EFSF 16. Эти проблемы начали проявляться в Греции, и в последние месяцы ситуация в стране ухудшалась каждый день. Доходность краткосрочных облигаций приближается к 30%, спреды CDS близки к 2100 б. п., в то время как заимствования греческих банков у ЕЦБ достигли пика, близкого к €100 млрд, что вдвое больше заимствований, отмеченных в пик кризиса 2008 г. Еще важнее то, что Греция не одинока: кривые Португалии и Испании – плоские, и могут стать инвертированными, если кредитные проблемы будут разрастаться. Помимо этого, легко найти доказательства того, что положение многих других стран не сильно отличается.

График 1. Спред EFSF



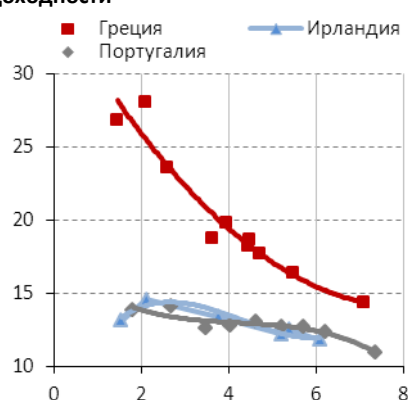
Источники: Bloomberg, оценка Атона

График 2. Заимствования банков Греции, €млрд



Источник: Банк Греции

График 3. Европейские кривые доходности



Источники: Bloomberg, оценка Атона

По нашему мнению, полученное в результате острое восприятие риска и неопределенность повышают общий уровень неприятия риска. Несмотря на отсутствие явного тренда ключевых индикаторов риска, мы считаем, что неприятие риска продолжит усиливаться во второй половине 2011 г.

Таблица 2. Индикаторы риска

	июнь-11	1 год	с начала года	март-11	декабрь-10	сентябрь-10	июнь-10
VIX	16	-41%	-9%	18	18	23	27
RTS VIX	25	-30%	-5%	25	26	26	36
Кривая фондовых индексов (мировой спрос на хеджирование)	0,700	-69%	25%	1,250	0,560	1,120	2,290
Золото (\$/тройская унция)	1494	21%	6%	1442	1412	1293	1235
Нефть Brent (\$/баррель)	111	43%	20%	116	93	78	78
Нефть WTI (\$/баррель)	95	23%	6%	106	90	75	77
EMBI+ (б. п.)	258	-59	17	265	240	290	316
Российские CDS 5 лет (б. п.)	140	-38	-6	131	147	166	178
iTraxx Europe Crossover 5Y (б. п.)	384	-137	-53	381	437	519	521
Германские CDS 5 лет (б. п.)	42	1	-16	45	58	40	41
Британские CDS 5 лет (б. п.)	61	-19	-16	58	77	73	80
Японские CDS 5 лет (б. п.)	90	4	18	101	72	64	86
Китайские CDS 5 лет (б. п.)	84	3	13	76	70	74	81
USA EUR CDS 5Y (б. п.)	50	13	9	42	41	48	37

Источники: Bloomberg, оценка Атона

С другой стороны, индекс VIX находится ниже уровня июня 2010 г., и можно утверждать, что ситуация не настолько плоха. Между тем, *equity index skew* (измеряет спрос на хеджирование от спадов на фондовых рынках) вырос по сравнению с уровнями

полугодовой давности, а цена на золото с начала года повысилась примерно на 6%. В результате, ставка UST10 колеблется возле отметки 3,0%. В области кредитных индикаторов мы также находимся на лезвии ножа: индекс iTraxx Europe Crossover 5Y имеет явный повышательный тренд, но он все еще более чем на 500 б. п. ниже уровня апреля-июня 2010 г. Цены на CDS крупнейших европейских стран также свидетельствуют в пользу пониженной терпимости к риску и высокой обеспокоенности, и, несмотря на недавнее сужение спредов CDS, мы считаем, что этим летом очень вероятен продолжительный период расширения спредов.

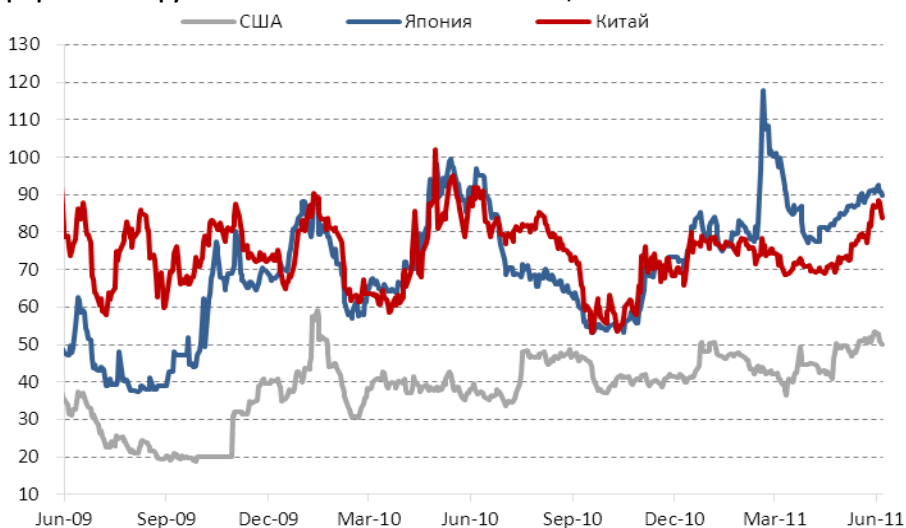
График 4. CDS крупнейших европейских стран, б.п.



Источники: Bloomberg, оценка Атона

То же самое справедливо и для крупнейших экономик мира. Спреды CDS США, Китая и Японии с декабря 2010 г. расширились примерно на 20 б. п., тогда как восприятие кредитного риска Германии и Великобритании находится на несколько более низком уровне, чем в конце 2010 г, но в настоящее время усиливается. Спред CDS России находится на сравнительно стабильном уровне, прибавив с начала года 10 б. п., но он легко может вырасти, если цены на нефть упадут в связи с новыми интервенциями Международного энергетического агентства.

График 5. CDS крупнейших азиатских экономик и США, б. п.



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Говоря о восприятии риска, отметим, что, хотя мы еще не приблизились к высоким показателям апреля-июня 2010 г., есть все предпосылки для того, чтобы мировые рынки достигли этих высот уже летом. Вторая (но вряд ли последняя) "успешная" реструктуризация греческого долга приведет лишь к кратковременной разрядке в плане неприятия риска по всему миру, в то время как основные структурные проблемы никуда не денутся.

Рассказ о губительном распространении проблем, вредных нисходящих спиралях и хеджировании

Мировые финансовые проблемы 2008 г. начались как кризис корпоративного долга. Затем в первой половине 2010 г. мы стали свидетелями того, как кризис корпоративного долга трансформировался в кризис суверенного долга. Сегодня эпицентр суверенного кризиса находится в Греции. Между тем, не только проблемы Греции держат рынки в заложниках. Речь скорее идет о риске распространения проблем. Почему распространение проблем более опасно? На это есть две причины.

Размер экономики... На Грецию, Ирландию и Португалию, которые являются самыми маленькими членами группы стран PIIGS, приходится всего 4% ВВП 27 стран ЕС и 6% их задолженности (6% и 8% соответственно в рамках зоны евро). Масштаб проблемы возрастает в геометрической прогрессии, если учесть показатели двух более крупных членов группы PIIGS – Италии и Испании (таблица 3). Если проблемы будут распространяться на другие страны ЕС, не входящие в группу PIIGS, то ситуация станет действительно катастрофической.

Таблица 3. Распределение европейского ВВП и долга

Страна	ВВП (% от 27 стран ЕС)	Долг (% от 27 стран ЕС)	ВВП (% от зоны евро)	Долг (% от зоны евро)
Италия	13%	19%	17%	24%
Испания	9%	6%	11%	8%
Греция	2%	3%	2%	4%
Португалия	1%	2%	2%	2%
Ирландия	1%	2%	2%	2%
PIIGS	25%	32%	34%	40%
Германия	20%	21%	27%	27%
Франция	16%	16%	21%	20%
Великобритания	14%	14%		
Крупные страны	50%	51%	48%	47%
Другие	25%	24%	18%	13%

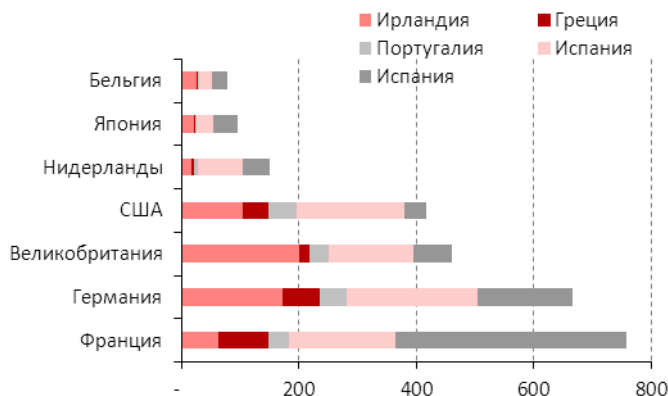
Источники: данные Eurostat за 2010 г., оценка Атона

...объем активов, подверженных риску. Риск потерь Германии, Франции, Великобритании и других крупных европейских стран, а также США в связи с проблемами Греции, сравнительно невелик – он составляет примерно 8% совокупной долговой нагрузки стран PIIGS, судя по данным Банка Международных Расчетов за четвертый квартал 2010 г. Между тем, на долю Испании и Италии приходится 62% объема возможных потерь данных крупных кредиторов, что значительно выше уровня Греции. Общий объем возможных потерь вышеназванных стран, связанных со странами PIIGS, составляет примерно \$3,1 трлн (\$2,9 трлн, если не учитывать взаимные требования внутри группы PIIGS). Большая часть активов, подверженных риску (\$2,6 трлн, или 84%), находится в руках нескольких крупных кредиторов. В основном речь идет о Германии, Франции и Великобритании. По нашей оценке, после зачета встречных требований наибольший риск приходится на Португалию с обязательствами на \$73 млрд, большая часть из которых находится в руках Испании (Приложение I).

График 6. Структура требований к PIIGS



График 7. Требования к PIIGS со стороны крупных кредиторов, \$ млрд



Источник: Банк Международных Расчетов

Рейтинговые агентства и опасные нисходящие спирали. После обвинений в недостатке пунктуальности и недальновидности рейтинговые агентства серьезно поменяли свой подход, предпочитая сейчас ошибаться в сторону чрезмерной осторожности. Случаи раннего (иногда преждевременного и даже ошибочного) понижения рейтингов сейчас стали более частыми, а пересмотры рейтингов – более системными. Агентства следуют логике, согласно которой рейтинги всех схожих рисков должны быть понижены одновременно. Между тем, восприятие рынком действий агентств в целом не изменилось. Инвесторы все еще исходят из предположения, что решения агентств отстают от реальных событий, и если рейтинг понижается, то это означает, что проблема, скорее всего, зашла довольно далеко. В связи с такой асимметричной реакцией первые понижения рейтинга Греции серьезно усилили восприятие инвесторами связанных с этим рисков, что, в свою очередь, усложнило доступ страны к долговым рынкам. Это спровоцировало второе понижение рейтинга, и нисходящая спираль продолжила раскручиваться. Другие страны PIIGS имеют множество общих с Грецией проблем. Основной проблемой является очень низкая экономическая конкурентоспособность. Мы считаем, что существует риск того, что другие страны PIIGS могут быть оценены с тех же позиций, и серия дальнейших пересмотров их рейтингов раскрутит нисходящие спирали. Более серьезный риск создает возможность того, что рейтинги крупных европейских экономик, которые в настоящее время предоставляют поддержку, окажутся вовлеченными в этот процесс.

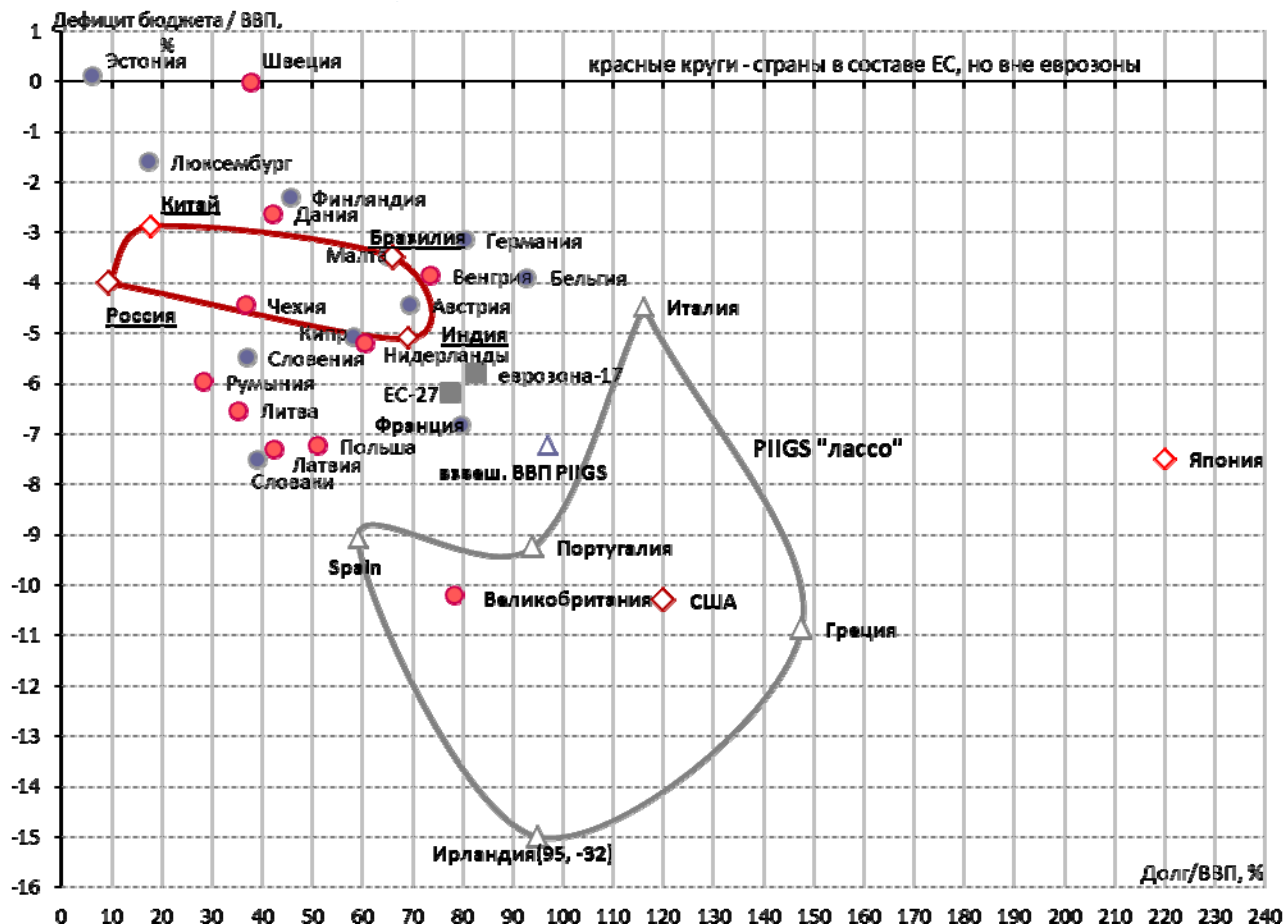
Все ли так плохо? Нет, не совсем. Несмотря на повышенный уровень неприятия риска и опасений, мы не ожидаем формальных дефолтов в Европе в третьем квартале 2011 г. Наши ожидания основаны на трех наблюдениях. Во-первых, нынешний кризис суверенного долга является преимущественно европейским феноменом, а у Европейского центрального банка есть механизм регулирования ликвидности, позволяющий поддержать финансовую систему. Во-вторых, дефолт любой из стран зоны евро поставил бы под вопрос жизнеспособность самой еврозоны и евро, а это могло бы оказаться губительным для всех членов зоны единой европейской валюты. И, наконец, ключевые фигуры в МВФ и ЕЦБ – выходцы из европейских стран, которые наиболее заинтересованы в спокойном разрешении кризиса. Например, Кристин Лагард, в недавнем прошлом министр финансов Франции (риск потерь которой в странах PIIGS составляет \$758 млрд) сменила Доминика Стросс-Кана на посту директора МВФ, а Марио Драги, который возглавлял Банк Италии с 2006 г., должен стать главой ЕЦБ в ноябре этого года. **Тем не менее, мы еще далеки от разрешения кризиса.**

Так как же застраховаться от проблем? Риски распространения проблем и нисходящих спиралей, скорее всего, будут поддерживать нервозность среди инвесторов, усиливая волатильность на рынках. В качестве стратегии хеджирования мы рекомендуем использовать покупку CDS Великобритании, Франции или Германии. В настоящее время рынки CDS Великобритании и Франции находятся ниже уровня спреда сделок. Поэтому, открывая длинные защитные позиции, инвесторы получают аванс спреда от продавца кредитов (предполагается, что позиция будет закрыта до выплаты по первому купону в конце сентября). Такая форма хеджирования была бы более дешевой, чем покупка CDS стран PIIGS, учитывая их фантастические спреды, и в то же время сократила бы риски, связанные с возможной эскалацией долгового кризиса, так как у этих трех стран наиболее высокие риски потерь в странах PIIGS. Помимо этого, большая часть риска потерь сконцентрирована в европейских банках, в связи с чем наши прогнозы динамики цен на активы, связанные с европейским финансовым сектором, негативны. В качестве инструмента хеджирования инвесторы также могли бы использовать более волатильные CDS крупнейших европейских банков. При выстраивании хеджирования в форме CDS мы рекомендуем американские и японские аналоги, так как у них менее значительные риски потерь в странах PIIGS.

Лассо стран PIIGS опутало США и Великобританию, но это не имеет значения. Пока...

Оглядываясь назад, мы можем увидеть, что основной причиной кризиса суверенного долга стали увеличивающиеся дефициты бюджетов, так как чрезмерные расходы финансировались за счет выпуска нового долга. Если мы построим карту стран в координатах дефицит-долг, то мы увидим, что группа PIIGS образует лассо. Оно уже опутало британскую и американскую экономику, что является тревожным сигналом и свидетельством того, что структурные проблемы распространены чрезвычайно широко.

График 8. Дефицит бюджета и долговое бремя в процентах от ВВП для разных стран



Источники: МВФ, Eurostat, Банк России, tradingeconomics.com, usgovernmentspending.com, оценка Атона

Между тем, если взглянуть на США и Великобританию, то становится очевидным, что у них дела идут лучше, чем у стран PIIGS (по крайней мере, пока). Почему так?

- Доллар США является резервной валютой, и, печатая доллары, американская экономика создает продукт, который всегда пользуется спросом. Великобритания, в свою очередь, не входит в зону евро, и у нее больше пространства для маневра за счет возможности корректировки обменного курса.
- Практически все инвесторы в мире исходят из того, что казначейские облигации США являются безрисковыми активами, и этот продукт всегда находит своего покупателя.
- Великобритания и США имеют тесные связи как в области финансовой инфраструктуры, так и с точки зрения общих культурных корней.

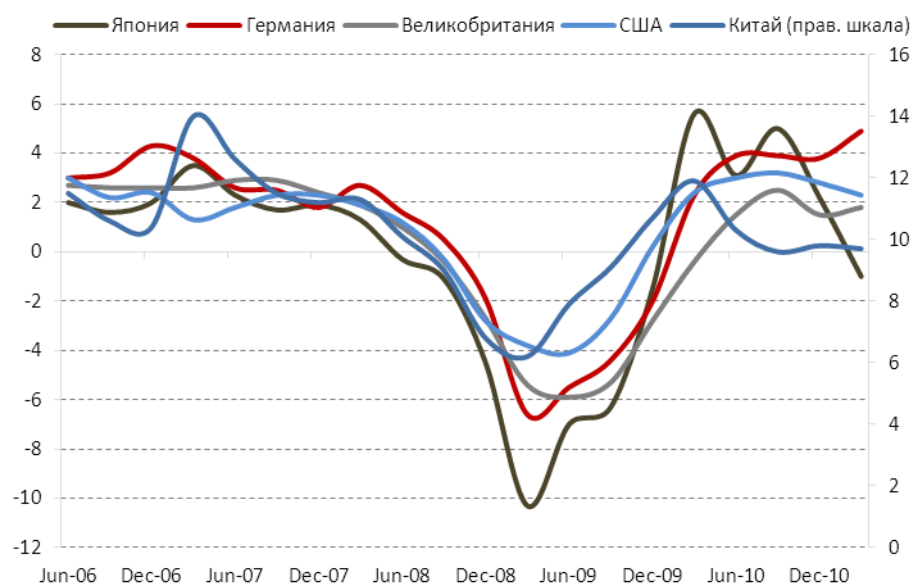
Мы считаем, что если одно из этих условий потеряет силу, либо будет поставлено под сомнение достаточно большой группой инвесторов, то мы станем свидетелями еще одного кризиса, который окажется намного серьезней нынешнего. Тем не менее, в данный момент эти условия остаются в силе, и мы не думаем, что мировая рыночная парадигма изменится. Кроме того, снижение дефицита является хорошим выходом из долгового кризиса, в связи с чем мы ожидаем положительного решения Конгресса относительно сокращения расходов США. Мы надеемся, что приближающиеся выборы и желание президента Барака Обамы решить как можно больше проблем создадут условия для появления административного стимула.

Рост, рост, рост: труднодостижимое противоядие

Последние экономические данные из США говорят о том, что почти все сигналы указывают замедление экономического роста во втором квартале 2011 г. Рост ВВП в квартальном выражении составил ничем не примечательные 1,9%, в то время как на рынке труда сохранилась тяжелая ситуация – уровень безработицы достиг 9,2%. Глава ФРС Бен Бернанке официально признал слабость американской экономики на пресс-конференции по итогам последнего заседания Комитета по операциям на открытых рынках ФРС США.

Замедление экономики присуще не только США. Глядя на реальные годовые темпы роста ВВП в других крупных странах, мы также видим некоторое замедление динамики. Япония и Германия являются двумя исключениями. Япония испытывает трудности после землетрясения и цунами, а Германия все еще демонстрирует устойчивость в условиях замедления экономического роста во всем мире. Между тем, основным фактором риска для страны, на которую приходится пятая часть ВВП 27 стран ЕС, является европейский кризис.

График 9. Реальный годовой рост ВВП, %



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Пара слов о Китае. Китай, считающийся любимчиком мировой экономики и возможным “белым рыцарем” в нашей современной версии греческого мифа, недавно подчеркнул стратегический характер своих инвестиций в европейские облигации и свое последующее желание оказать поддержку региону в разрешении долгового кризиса. Это могло бы стать решением проблем, если бы у самого Китая не было трудностей. Растущая инфляция и ограничения, установленные денежно-кредитной политикой, могут серьезно навредить банковскому сектору Китая и игрокам на рынке недвижимости. Агрессивное повышение требований к нормам резервирования уже сказалось на уровне краткосрочной ликвидности в системе, что привело к росту ставки репо на рынке межбанковского кредитования. Кроме того, по данным Fitch Ratings, объем забалансовых активов китайских банков составляет примерно \$3,5-\$4,0 трлн (20% совокупных активов). Сюда входят так называемые “доверительные кредиты” заемщикам с низким кредитным качеством, которые не могут позволить себе обычные банковские кредиты и используют специальные схемы для получения финансирования. Бум кредитования в Китае (соотношение кредитов к размеру ВВП сейчас находится на уровне 166%) может показать свою темную сторону, если объем просроченной задолженности начнет расти на фоне замедления экономики. Ожидания этого негативного сценария уже отражены в спредах CDS китайского банковского сектора и страны в целом.

График 10. Дефицит ликвидности в Китае, %



График 11. Кредитные риски в финансовом секторе растут (CDS в б. п.)



Источники (Таблицы 13 и 14): Bloomberg, оценка Атона

Поскольку экономики крупнейших стран охлаждаются, а Китай не выглядит надежным источником поддержки, мы считаем, что основным противоядием, которое может помочь справиться с долговым кризисом в Европе, является экономический рост в самой еврозоне. Экономический рост также стал бы особенно эффективным средством лечения экономической анемии в странах PIIGS. Между тем, восстановление экономической активности в краткосрочной перспективе вряд ли достижимо, принимая во внимание растущую безработицу в этих странах (за исключением Ирландии, уровень безработицы в этих странах превышает 10%, а в Испании находится выше 20%), а также отрицательные показатели промышленного производства. Более того, в Греции, Италии и Испании политические циклы находятся в фазе выборов: Георгиус Папандреу заговорил о референдуме, тогда как партии, находящиеся у власти, проиграли региональные выборы в Италии и Испании. Политические изменения на фоне финансовых проблем создают нестабильные условия для экономического развития. Пока в странах PIIGS не начнут наблюдаться реальные улучшения в экономике, любые меры, связанные с ликвидностью (такие как финансовая помощь), окажутся сизифовым трудом.

Предыдущие рекомендации: хорошая динамика, за редким исключением

Портфель “фаворитов” продемонстрировал довольно хорошие результаты с момента выхода последней Стратегии работы с евробондами СНГ, превзойдя динамику мировых и местных индексов. Наибольший рост цен (выше 5%) наблюдался у активов с ликвидностью ниже средней, таких как Promsvyazbank 15 и 16 (рост на 5,1% и 6,1% соответственно), KZOS 15 против NKNC 12 (почти на 10% для этой пары), Privat 16 (снижение на 7,5% при коротких позициях), KKB 16 и 17 (рост на 7,5% и 8,8% соответственно) и Zhaik 15 (рост на 7,1%). Отдача от более ликвидных имен была менее значительной, находясь в диапазоне 1%-3% без учета купонного дохода.

Таблица 4. Динамика евробондов СНГ из списка фаворитов за первую половину 2011 г

Название	Купон	Дата погашения	Позиция	Цена			Наименьшая доходность		
				на 23/12/10	на сегодня	изменение в %	на 23/12/10	на сегодня	изменение (б. п.)
РОССИЯ									
Фавориты									
PSB 15	12,750%	27/05/2015	Длинная	112,64	118,37	5,1%	9,19%	7,24%	-195
PSB 16	11,250%	08/07/2016	Длинная	108,35	115,00	6,1%	9,28%	7,59%	-169
Alfa 15	8,000%	18/03/2015	Длинная	103,83	106,98	3,0%	6,93%	5,87%	-106
Краткосрочные торговые идеи									
TNK-BP 13	7,500%	13/03/2013	Длинная	108,10	108,53	0,4%	3,64%	2,30%	-134
Gaz 20	7,201%	01/02/2020	Длинная	106,39	110,29	3,7%	4,90%	3,48%	-142
VTB 15 6,465%	6,465%	04/03/2015	Длинная	104,10	106,24	2,1%	5,35%	4,59%	-76
Sber 15	5,499%	07/07/2015	Длинная	102,34	106,03	3,6%	4,92%	3,86%	-106
KZOS 15	10,000%	19/03/2015	Длинная	96,50	104,12	7,9%	11,06%	8,67%	-239
NKNC 12	12,000%	20/04/2012	Короткая	106,01	104,24	-1,7%	4,33%	3,88%	-45
УКРАИНА/БЕЛОРУССИЯ									
Фавориты									
Metinvest 15	10,250%	20/05/2015	Длинная	106,13	109,55	3,2%	8,54%	7,36%	-118
MHP 15	10,250%	29/04/2015	Длинная	105,17	107,00	1,7%	8,78%	8,07%	-71
Краткосрочные торговые идеи									
Avangard 15	10,000%	29/10/2015	Длинная	93,36	96,33	3,2%	11,83%	11,09%	-74
Ukrexim 12	6,800%	04/10/2012	Длинная	100,91	102,13	1,2%	6,24%	5,00%	-124
Ukrexim 15	8,375%	27/04/2015	Длинная	102,93	104,52	1,5%	7,56%	7,00%	-56
Privat 16	5,799%	09/02/2016	Короткая	94,38	87,31	-7,5%	10,16%	9,25%	-91
Ukrexim 16	5,793%	09/02/2016	Длинная	97,90	91,68	-6,4%	8,56%	7,99%	-57
Belarus 15	8,750%	03/08/2015	Длинная	102,54	90,45	-11,8%	8,07%	11,76%	369
КАЗАХСТАН									
Фавориты									
KKB 13	8,500%	16/04/2013	Длинная	97,45	100,47	3,1%	9,75%	8,20%	-155
KKB 16 8,625%	8,625%	27/07/2016	Длинная	79,63	85,63	7,5%	12,64%	10,86%	-178
KKB 17 8,5%	8,500%	13/06/2017	Длинная	79,25	86,25	8,8%	12,40%	10,52%	-188
Zhaik 15	10,500%	19/10/2015	Длинная	99,77	106,89	7,1%	10,55%	8,06%	-249
Краткосрочные торговые идеи									
CCredit 14	8,625%	30/01/2014	Длинная	102,18	100,76	-1,4%	7,81%	8,28%	47
KMG 15	11,750%	23/01/2015	Длинная	124,43	124,60	0,1%	5,03%	4,20%	-83
АЗЕРБАЙДЖАН									
Фавориты									
IBA 13	8,500%	22/10/2013	Длинная	102,95	104,94	1,9%	7,33%	6,18%	-115

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Между тем, не все из рекомендованных нами бумаг показали хорошие результаты. Самым сильным разочарованием стали рекомендации по открытию длинных позиций по Ukrexim 16 и Belarus 15. Что касается первой облигации, мы предполагали исполнение колл-опциона, который банк мог осуществить исходя из финансовой выгоды. Между тем, непредвиденное изменение правил регулирования украинского банковского сектора не позволило Укрэксимбанку сделать это. В случае с Белоруссией мы (и рынок в целом) явно недооценили политический риск. Другим разочарованием, которое мы склонны списывать на рыночные настроения, а не на фундаментальные факторы, стала слабая динамика облигаций CCredit 14, которые просели на 1,4%.

Наиболее привлекательные евробонды СНГ на 3К2011: мы предпочитаем безопасные и ликвидные бумаги

Исходя из нашего общего подхода к выбору облигаций, мы подтверждаем наш позитивный прогноз по рынку евробондов СНГ, а также наше осторожное отношение к мировым рынкам. В период с июля по сентябрь этого года мы ожидаем нескольких важных событий, связанных со странами PIIGS, США и Китаем. В свете высокого уровня неприятия риска и обеспоеченности рынка, а также сезона летних отпусков, который приводит к снижению ликвидности и замедляет процесс принятия решений, вышеупомянутые события могут привести к повышенной волатильности и резкому (но, скорее всего, временному) ухудшению отношения рынка к отличающимся рисками развивающимся рынкам, включая СНГ.

Учитывая это, мы рекомендуем держаться ликвидных имен с хорошим кредитным профилем или хорошей кредитной историей с краткосрочной и среднесрочной дюрацией. Ликвидность дает больше возможностей для маневра в периоды высокой волатильности или в случае появления негативных новостей; хорошая кредитная история и кредитный профиль предоставляют большую защиту от резкого ухудшения отношения инвесторов к бумагам, а краткосрочная и среднесрочная дюрация защищает доход портфеля от значительного снижения цен на облигации в периоды роста доходности. В результате получается, что мы говорим о евробондах с ликвидностью выше средней, дюрацией примерно три года и рейтингами B+ и выше (либо B в совокупности с хорошей кредитной историей). Ниже изложена краткая аргументация в поддержку нашего мнения о каждой бумаге из списка фаворитов.

Россия

Promsvyazbank 15. Мы продолжаем придерживаться положительной оценки перспектив Промсвязьбанка и все еще видим потенциал роста его субординированных облигаций. Между тем, на третий квартал 2011 г. мы сохраняем только рекомендацию открывать длинные позиции по PSB 15 и отменяем нашу рекомендацию по покупке PSB 16 в связи с более короткой дюрацией и более высоким потенциалом PSB 15 (спреды с нулевой волатильностью по отношению к свопам составляют 582 б. п. и 572 б. п. для PSB 15 и PSB 16 соответственно). Облигация PSB 15 продемонстрировала хорошую динамику по отношению к бумаге Alfa Bank 15, имеющей более высокий рейтинг и приоритет. Учитывая более высокое кредитное качество Альфа-Банка и субординированный характер PSB 15, мы считаем, что справедливый спред между двумя бумагами должен находиться в диапазоне 75-100 б. п., а не на уровне 120 б. п.

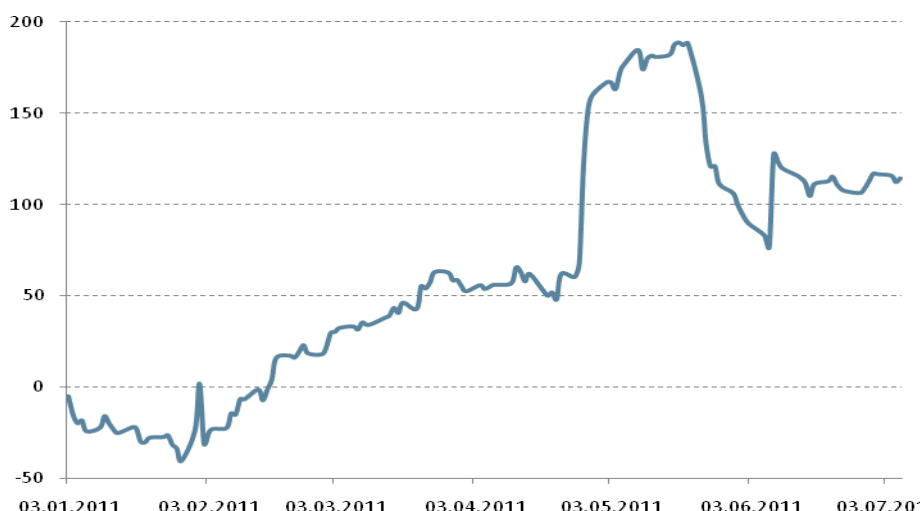
График 12. Спред Promsvyazbank 15 – Alfa Bank 15: теоретический уровень составляет 75-100 п. п.



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Credit Europe Bank 13. С начала этого года динамика евробонда Credit Europe Bank (CEB) 13 отставала от аналогичных облигаций без видимых фундаментальных причин. Например, спред между CEB 13 и PSB 13 расширился с отрицательных значений, наблюдавшихся в январе, до более чем 100 б. п., приблизившись к отметке 200 б. п. пару месяцев назад. По нашему мнению, различия в кредитном качестве и возможное ухудшение положения Кредит Европа Банка на рынке ближе к концу этого года оправдывают наличие спреда между CEB 13 и PSB 13 в районе 50 б. п.

График 13. Спред Credit Europe 13 – PSB 13: тренд, скорее всего, развернется



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Gazprom 20. На рынке корпоративного долга мы сохраняем положительную оценку облигации Gazprom 20, которая входила в список фаворитов в нашей предыдущей стратегии. Мы не думаем, что эта торговая идея исчерпала свой потенциал. Эта облигация представляет собой секьюритизацию платежей за газ от европейских клиентов Газпрома по долгосрочным контрактам. По этой бумаге выплачивается не только купонный доход, но также имеется амортизация. В результате ранней выплаты основной суммы долга данная бумага имеет меньшую, чем кажется, дюрацию. В этой связи доходность данной облигации на рынке превышает доходность других бумаг Газпрома. Кроме того, секьюритизация платежей повышает кредитное качество данной облигации по сравнению с самим Газпромом, так как его европейскими клиентами являются такие компании, как E.ON и Ruhrgas с более высокими кредитными рейтингами. Кредитный рейтинг данной облигации находится на уровне BBB+ против BBB для обычных евробондов Газпрома.

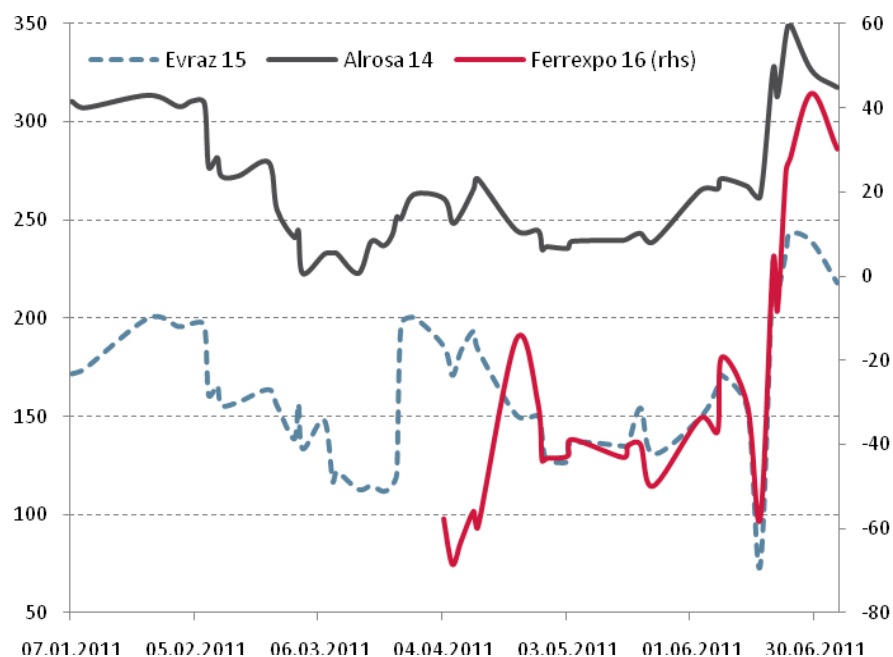
Украина

Metinvest 15. Украинские корпоративные евробонды в целом демонстрировали хорошую динамику с начала этого года, и до недавнего сброса бумаг мы не наблюдали серьезного потенциала роста большинства облигаций. Тем не менее, после падения на рынке, которое наиболее сильно сказалось на Украине, мы увидели хороший потенциал роста облигаций Metinvest 15, в связи с чем мы подтверждаем нашу рекомендацию открывать длинные позиции по этой бумаге. Облигация торговалась по 106,5, когда мы впервые выступили с такой рекомендацией в конце прошлого года. Пару месяцев назад цена на бумагу поднялась до 113. В настоящее время стоимость облигации превышает 109, и мы считаем, что в третьем квартале 2011 г. она может достичь максимума апреля-мая.

За прошедший месяц спред Metinvest 15 по отношению к российским и украинским аналогам значительно вырос. Спред между Metinvest 15 и Evraz 15 поднимался почти до 250 б. п., откатившись к настоящему моменту до 220 б. п. С фундаментальной точки зрения компании Метинвест и Evraz Group имеют схожие характеристики, но рейтинг Метинвеста находится на одну ступень ниже рейтинга Evraz Group в связи с различием оценок странового риска со стороны рейтинговых агентств. По нашему мнению, слабые стороны украинской политической конъюнктуры оправдывают наличие спреда между

этими двумя бумагами в размере примерно 100 п. п., и мы ожидаем сужения спреда в будущем. То же самое справедливо и для спреда между Metinvest 15 и Alrosa 14; по нашему мнению, его справедливый уровень находится около 225 б. п., что намного ниже нынешнего значения 320 б. п. Помимо этого, мы видим потенциал сужения спреда между Metinvest 15 и **Ferrexpo 16**. После появления неофициальной информации о том, что ArcelorMittal и некоторые другие мировые металлургические и горнодобывающие компании планируют приобрести доли в Ferrexpo, доходность Ferrexpo 16 сократилась почти на 100 б. п. У нас есть сомнения в возможности реализации таких сделок (по крайней мере, в 2011 г.), поэтому мы ожидаем, что доходность Ferrexpo 16 вернется к прежним уровням и будет снова торговаться с премией по отношению к кривой Метинвеста. Исходя из фундаментальных различий кредитного качества этих двух бумаг, мы полагаем, что справедливый спред между ними составляет примерно 50 б. п. Это означает, что существует потенциал увеличения доходности Ferrexpo 16 примерно на 80 б. п. На основе этого мы выступаем с рекомендацией об открытии коротких позиций по бумаге Ferrexpo 16.

График 14. Спреды Metinvest 15 по сравнению с аналогами: недавняя слабость необоснованна



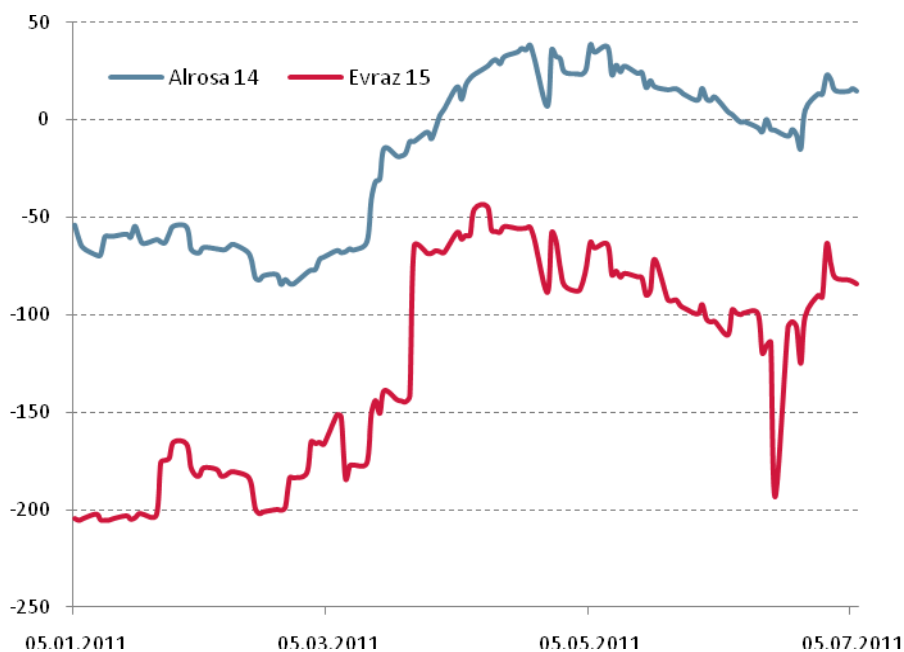
Источники: Bloomberg, оценка Атона

Казахстан

Kazatomprom 15. Спред казахстанского государственного уранового холдинга Казатомпром (КАР) значительно расширился после аварии на японской атомной станции Фукусима в начале марта этого года. Негативный настрой был связан с опасениями, что выручка компании снизится из-за падения спроса на уран со стороны японских и других атомных электростанций по всему миру, а также по причине возможного ужесточения требований безопасности и связанным с этим ростом капитальных расходов. Мы полагаем, что рынок слишком остро отреагировал на ситуацию, не имеющую веских причин для беспокойства с фундаментальной точки зрения. На Японию приходится лишь небольшая часть бизнеса компании (меньше 10%), а ТЕРСО, оператор атомной станции Фукусима-1, не является прямым клиентом Казатомпрома. Последние за пару месяцев показало, что ожидавшегося снижения спроса со стороны других атомных станций не произошло, так как в целом у атомной энергетики в большинстве стран есть мало альтернатив. Что касается вопросов безопасности, то Казатомпром не работает в области обогащения урановой руды, производства топливных сборок или управления атомными станциями. Компания задействована лишь на первом этапе обработки урана. Она производит химический концентрат природного урана, который не представляет опасности и не требует применения специальных мер безопасности. В этой связи уже примерно через месяц после аварии на станции Фукусима рынок начал понимать, что его первая реакция, проявившаяся в виде сброса бумаг, была преувеличенной. Другие

риски, связанные с компанией, были разрешены ранее (например, регулирование трансфертного ценообразования в стране). Например, мы считаем, что желание правительства Казахстана приватизировать государственные активы путем проведения серии IPO является риском долгосрочной перспективы для Казатомпрома. На наш взгляд, правительство начнет приватизацию с более крупных активов (чтобы заработать больше денег) и дочерних предприятий государственных холдингов, в первую очередь с Самрук-Казына. Следуя этой логике, мы рассматриваем IPO Казатомпрома с целью создания отдельного стратегического холдинга как событие отдаленного будущего, которое, помимо всего прочего, потребует изменения законодательства и одобрения высокопоставленных чиновников правительства. Таким образом, мы считаем, что отношение рынка облигаций к этой компании будет улучшаться, пока инвесторы будут считать, что риски, связанные с Казатомпромом, являются отдаленными и незначительными. В этой связи мы ожидаем, что спреды между российской алмазодобывающей компанией Алроса и Казатомпромом снова сузятся до 50-75 б. п. Облигация KAP 15 в настоящее время торгуется с премией по отношению к Alrosa 14, несмотря на более высокое кредитное качество последней. Мы также ожидаем, что дисконт KAP 15 по отношению к Evraz 15 расширится примерно до 200 б. п. с нынешнего уровня, который немного не дотягивает до 100 б. п.

График 15. Спред Kazatomprom 15 по отношению к аналогам: отношение к облигации будет улучшаться



Источники: Bloomberg, оценка Атона

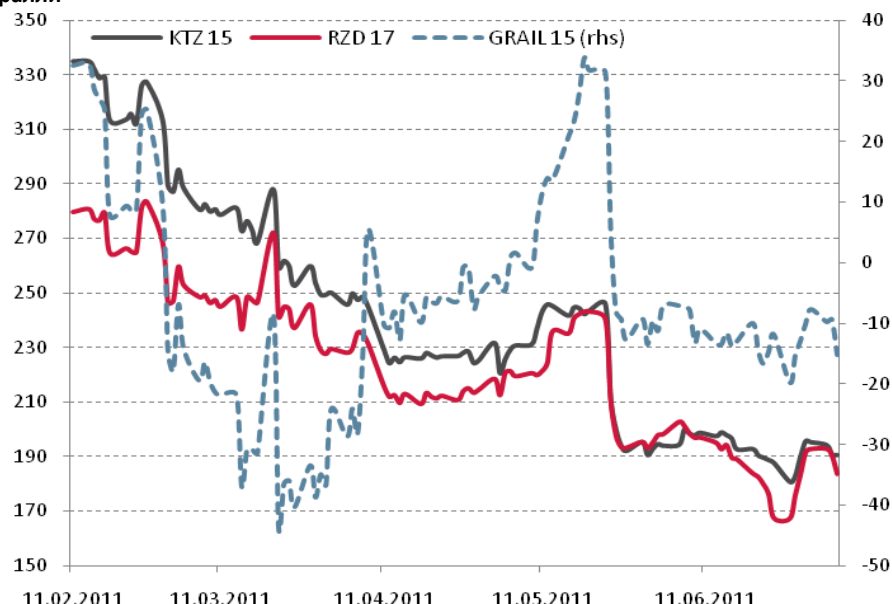
Казмунайгаз. Казмунайгаз (KMG) является государственной нефтегазовой монополией, и ее долгосрочные облигации KMG 18, KMG 20 и KMG 21 сейчас торгуются с премией по отношению к кривой Газпрома. В то же время, масштаб бизнеса Казмунайгаза намного меньше Газпрома, и компания недавно столкнулась с рядом проблем. В конце июня Казмунайгаз сообщила, что потери добычи в связи с продолжающейся забастовкой в компании Узеньмунайгаз составили 150 тыс. тонн. Казмунайгаз понизила прогноз добычи на 2011 г. на 600 тыс. тонн (4% от изначально запланированного объема). Вторая проблема связана с тем, что Верховный суд Казахстана отклонил апелляцию Казмунайгаза на требование выплаты экспортной пошлины, которое компания получила в 2009 г. Компания уже выплатила полную сумму по этому требованию в размере 17,6 млрд тенге (\$119 млн), включая пени, и учет связанные с этим потери в финансовой отчетности за второй квартал 2011 г. Кривая Казмунайгаза уже продемонстрировала негативную реакцию на эту информацию в сегменте краткосрочных бумаг, тогда как долгосрочные бумаги торгуются на прежних уровнях. Мы ожидаем расширения доходности долгосрочных облигаций и рекомендуем открывать короткие позиции по облигациям KMG 18, KMG 20 и KMG 21.

Азербайджан

Azerbaijani State Railways 16. Азербайджанские железные дороги (ADDY) – железнодорожная компания со 100%-ым контролем со стороны государства, работающая в Азербайджане и СНГ. Компания является естественной монополией, поэтому работает в условиях низкой конкуренции и стабильной операционной среды. Компания выпустила свои дебютные долларové CLN в феврале этого года. Бумаги продемонстрировали впечатляющую динамику с момента размещения и сейчас торгуются выше отметки 107.

По нашему мнению, потенциал роста облигации еще не исчерпан, так как она все еще сохраняет свою привлекательность по сравнению с аналогами, и существуют хорошие катализаторы роста в третьем квартале 2011 г. Учитывая квазисуверенный статус и стратегический характер деятельности компании, который указывает на высокую вероятность господдержки, мы ожидаем, что облигация получит рейтинг в районе BBB-. В то же время, она торгуется с дисконтом в размере всего 15 б. п. по отношению к Georgian Railways 15, рейтинг которой равен B+. Премия по отношению к аналогичной компании, имеющей более схожие характеристики - Kazakhstan Temir Zholy (KTZ), железнодорожный оператор из соседнего Казахстана с сопоставимым кредитным качеством – снизилась с 330 б. п. до 190 б. п. Мы считаем, что справедливым уровнем является 100 б. п. в краткосрочной перспективе или даже меньше после реализации всех катализаторов роста. Среди них мы отмечаем растущую ликвидность ADDY 16, вызванную желанием инвесторов получить доступ к основательным с фундаментальной точки зрения и привлекательным кредитным историям, а также их общим желанием исследовать возможности новых развивающихся рынков, таких как Азербайджан. Мы ожидаем повышения ликвидности азербайджанских бумаг после того, как азербайджанская нефтегазовая компания SOCAR разместит дебютные евробонды, ориентировочно в сентябре этого года. SOCAR фактически является основой финансовой силы экономики Азербайджана, и мы рассматриваем эту компанию в качестве хорошего индикатора суверенного риска. Кроме того, Азербайджанские железные дороги добиваются получения рейтинга трех крупнейших рейтинговых агентств мира, и это расширит круг потенциальных покупателей данной облигации.

График 16. Спред ADDY 16 по отношению к аналогам: все еще дешева несмотря на ралли



Источники: Bloomberg, оценка Атона

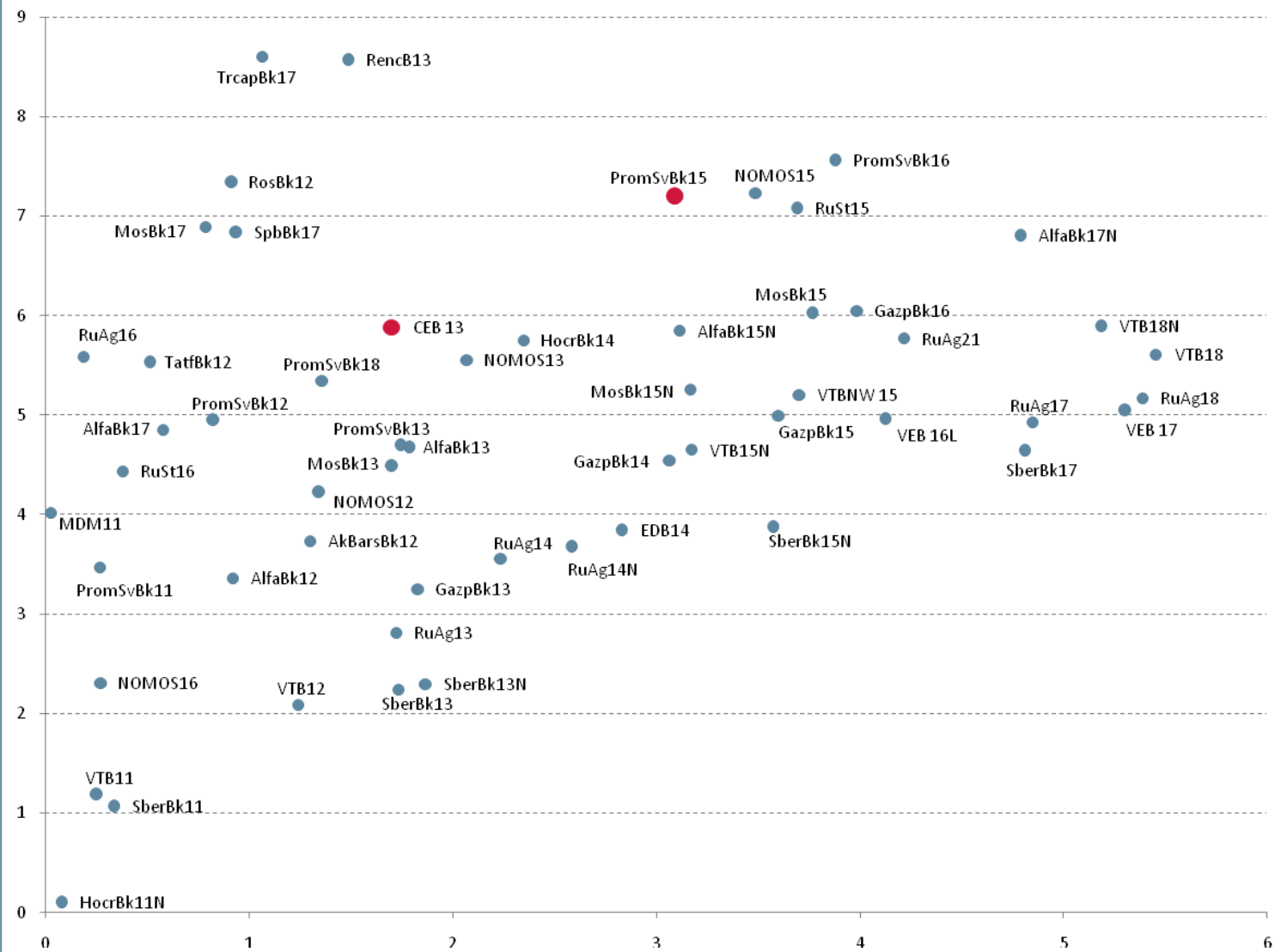
Приложение I. Структура зарубежных требований к странам PIIGS

Таблица 5. Анализ зарубежных требований к странам PIIGS, \$ млрд

Зарубежные требования на конец 2010 г.							Другие риски на ЗК11						Общий объем рисков					
	Португалия	Ирландия	Италия	Греция	Испания	Всего	Португалия	Ирландия	Греция	Испания	Всего		Португалия	Ирландия	Италия	Греция	Испания	Всего
Основные кредиторы	105	397	770	121	599	1 991	68	208	100	260	635		173	605	770	220	859	2 626
Франция	27	30	393	57	141	646	8	33	29	42	112		35	63	393	85	182	758
Германия	36	118	162	34	182	533	9	54	29	41	133		45	172	162	63	223	666
Великобритания	24	135	66	14	107	347	9	64	5	36	114		33	200	66	19	143	461
США	5	51	37	7	47	147	43	54	36	136	269		48	105	37	44	183	416
Нидерланды	7	17	45	5	77	151							7	17	45	5	77	151
Япония	2	21	41	2	24	89	0	2	0	5	7		3	22	41	2	28	95
Бельгия	4	25	26	2	22	78							4	25	26	2	22	78
Суммарные требования между странами PIIGS	91	29	48	16	72	256	27	14	2	13	56		118	43	48	18	85	312
Португалия		5	3	10	27	45								5	3	10	27	45
Ирландия	3		13	1	15	32							3		13	1	15	32
Италия	4	14		4	30	51	3	9	2	13	27		7	23		6	43	79
Греция	0	0	1		0	1							0	0	1		0	1
Испания	85	10	31	1		127	23	5	0		28		108	15	31	1		155
Остаток	6	36	50	9	38	139	4	29	6	27	65		9	65	50	15	65	204
Всего	202	462	867	146	709	2 386	98	250	107	300	756		301	712	867	253	1 009	3 142
	Португалия	Ирландия	Италия	Греция	Испания	Всего	Португалия	Ирландия	Греция	Испания	Всего		Португалия	Ирландия	Италия	Греция	Испания	Всего
Сальдо внутри PIIGS	46			15		61	27	14	2		29		73	11		17		101
Основные кредиторы	105	397	770	121	599	1 991	68	208	100	260	635		173	605	770	220	859	2 626
Другое	6	36	442	9	38	139	4	29	6	27	65		9	65	50	15	65	204
Совокупные риски	157	433	1 212	144	637	2 191	98	250	107	287	729		256	681	819	251	924	2 931

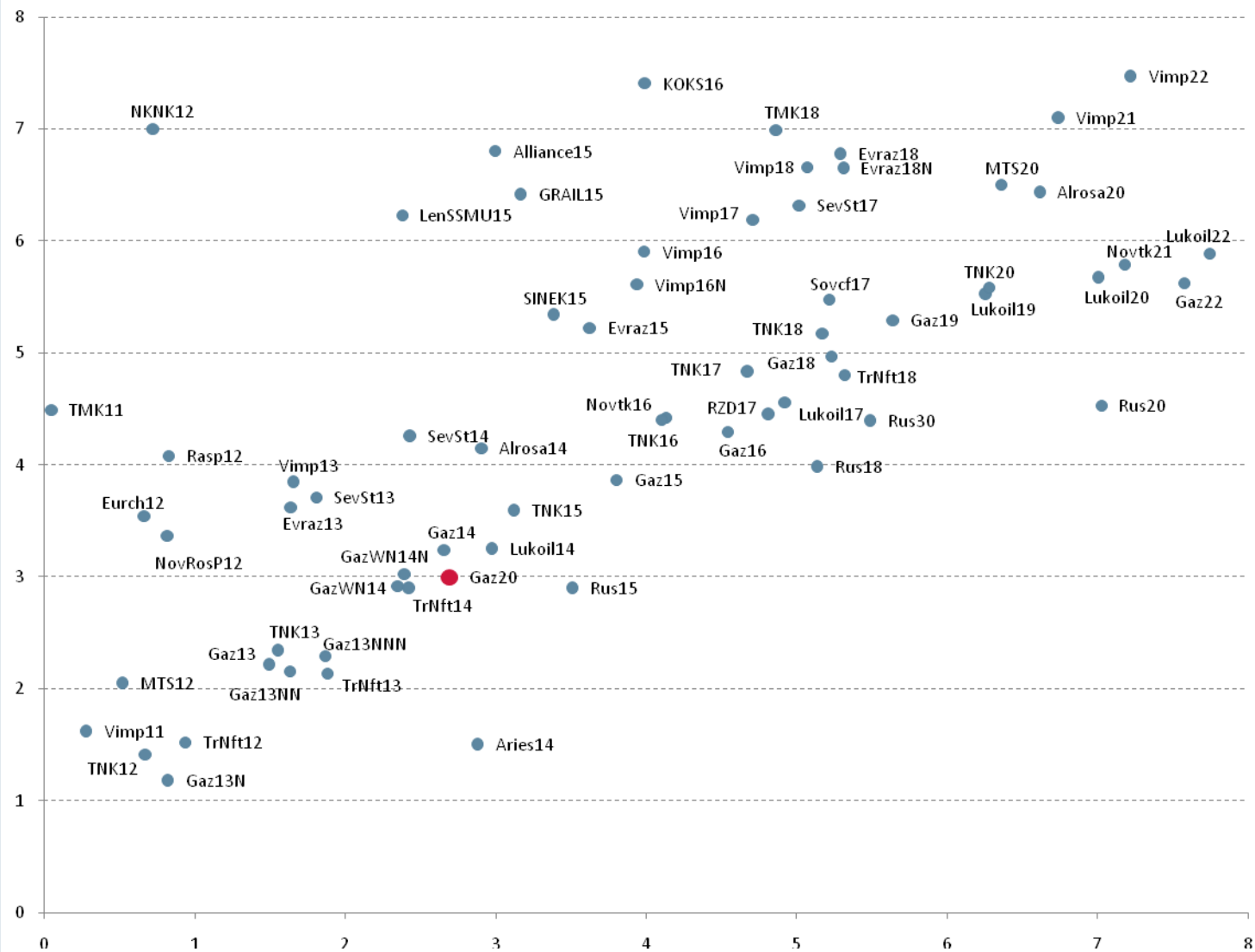
Источники: Данные Банка международных расчетов, квартальный обзор Банка международных расчетов за 2К10, оценка Атона

Приложение II. Выборочная карта евробондов СНГ. Российские банки



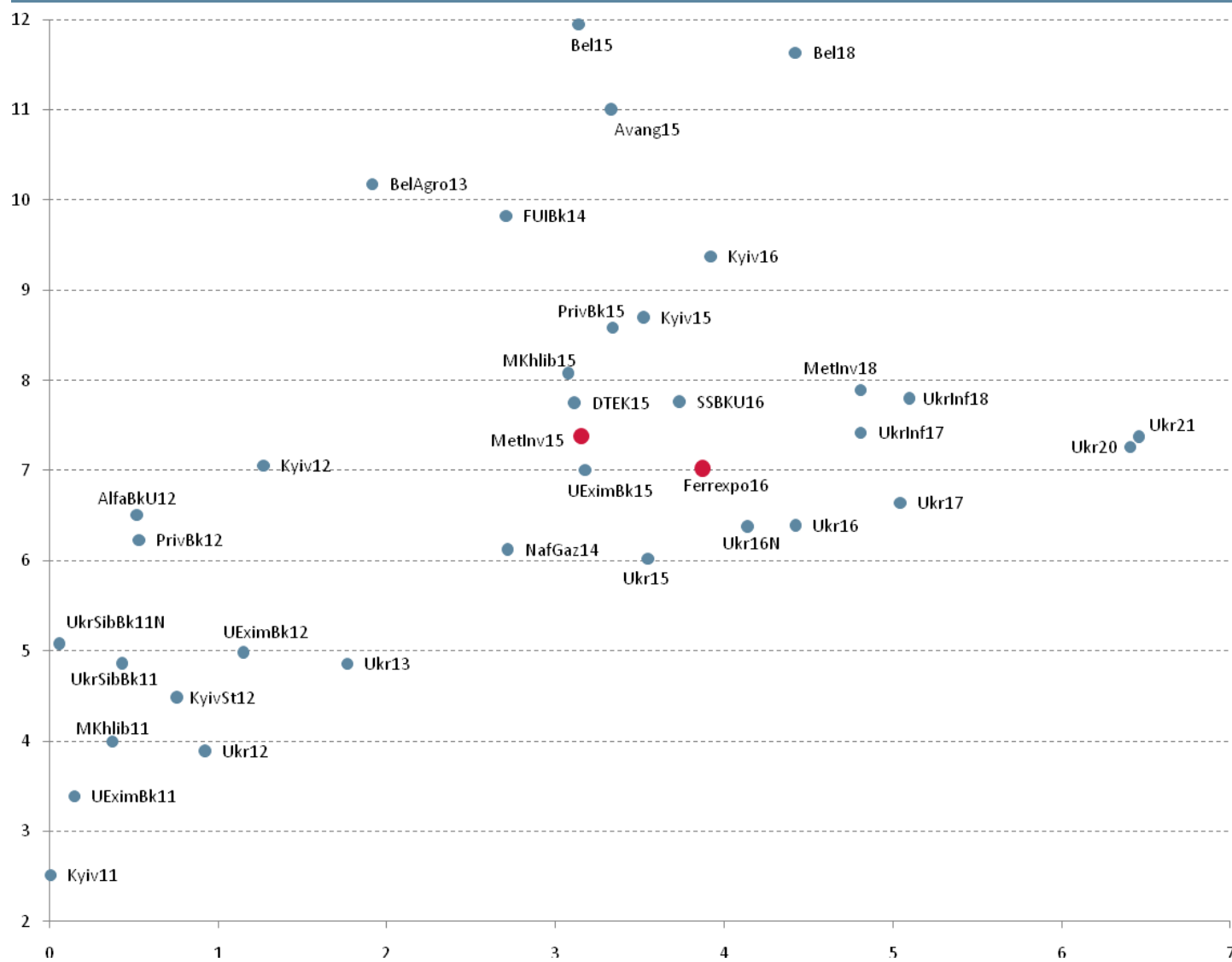
Источники: Bloomberg, оценка Атона

Российские корпоративные и суверенные евробонды



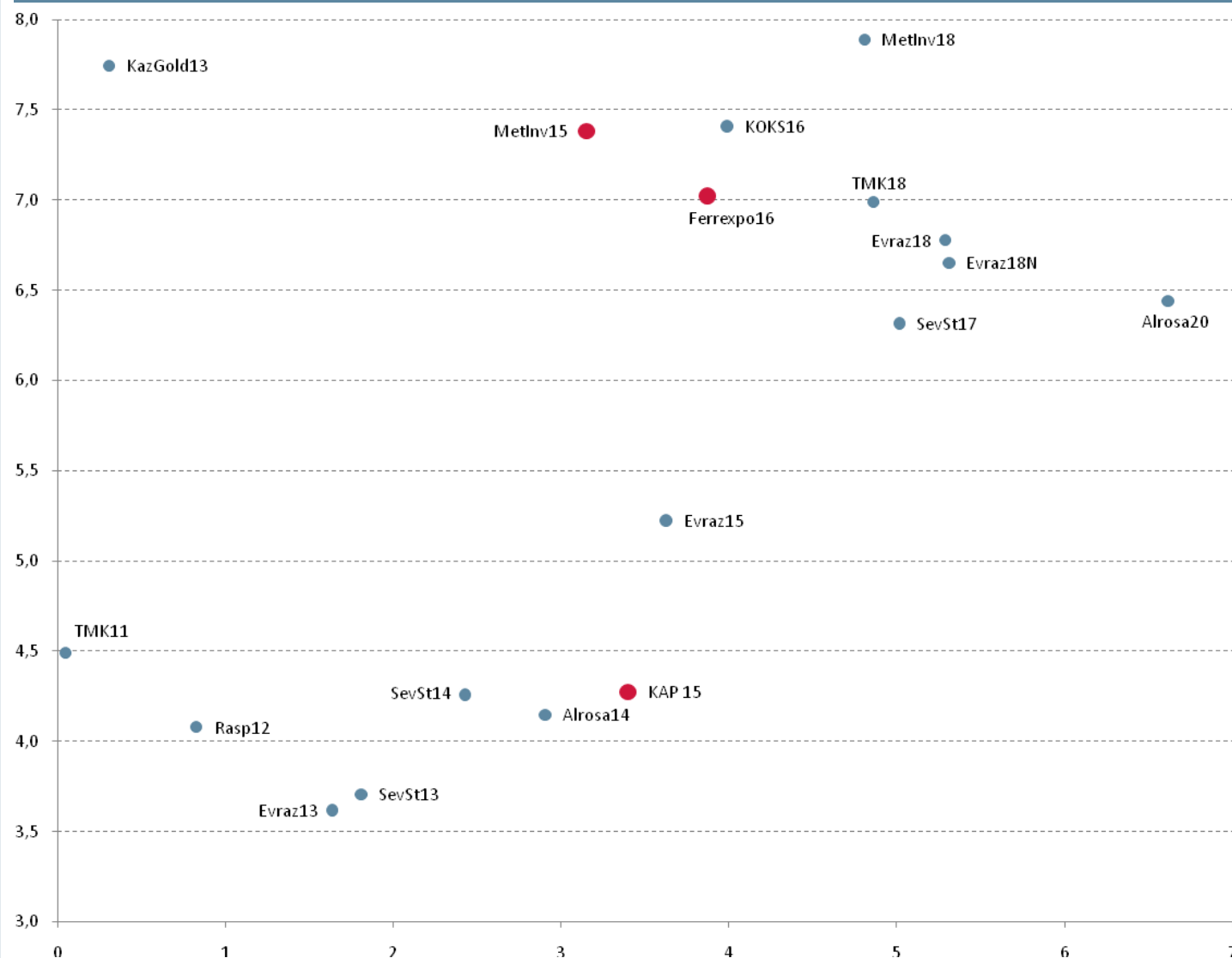
Источники: Bloomberg, оценка Атона

Украина и Белоруссия



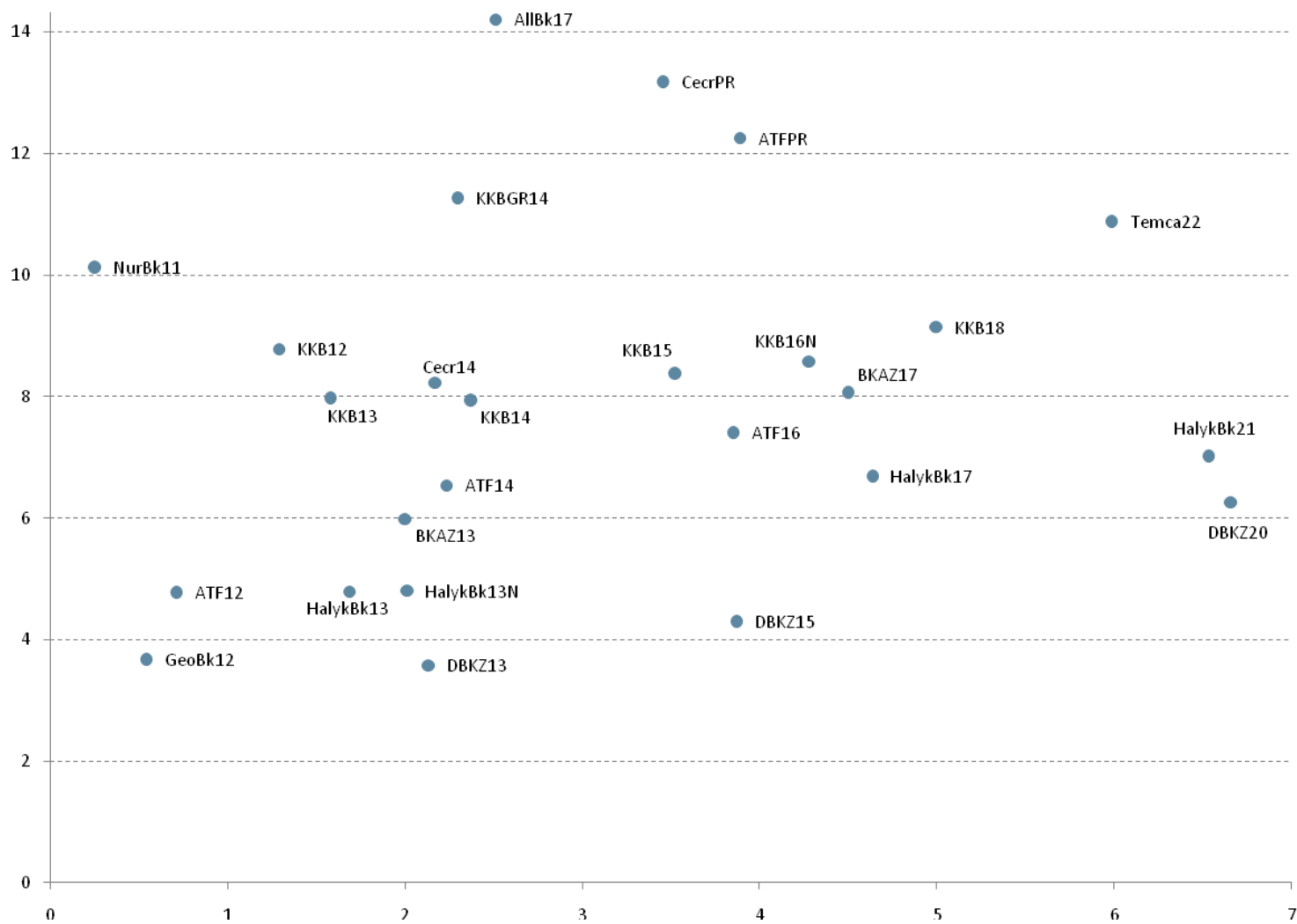
Источники: Bloomberg, оценка Атона

Евробонды металлургических и горнодобывающих компаний СНГ



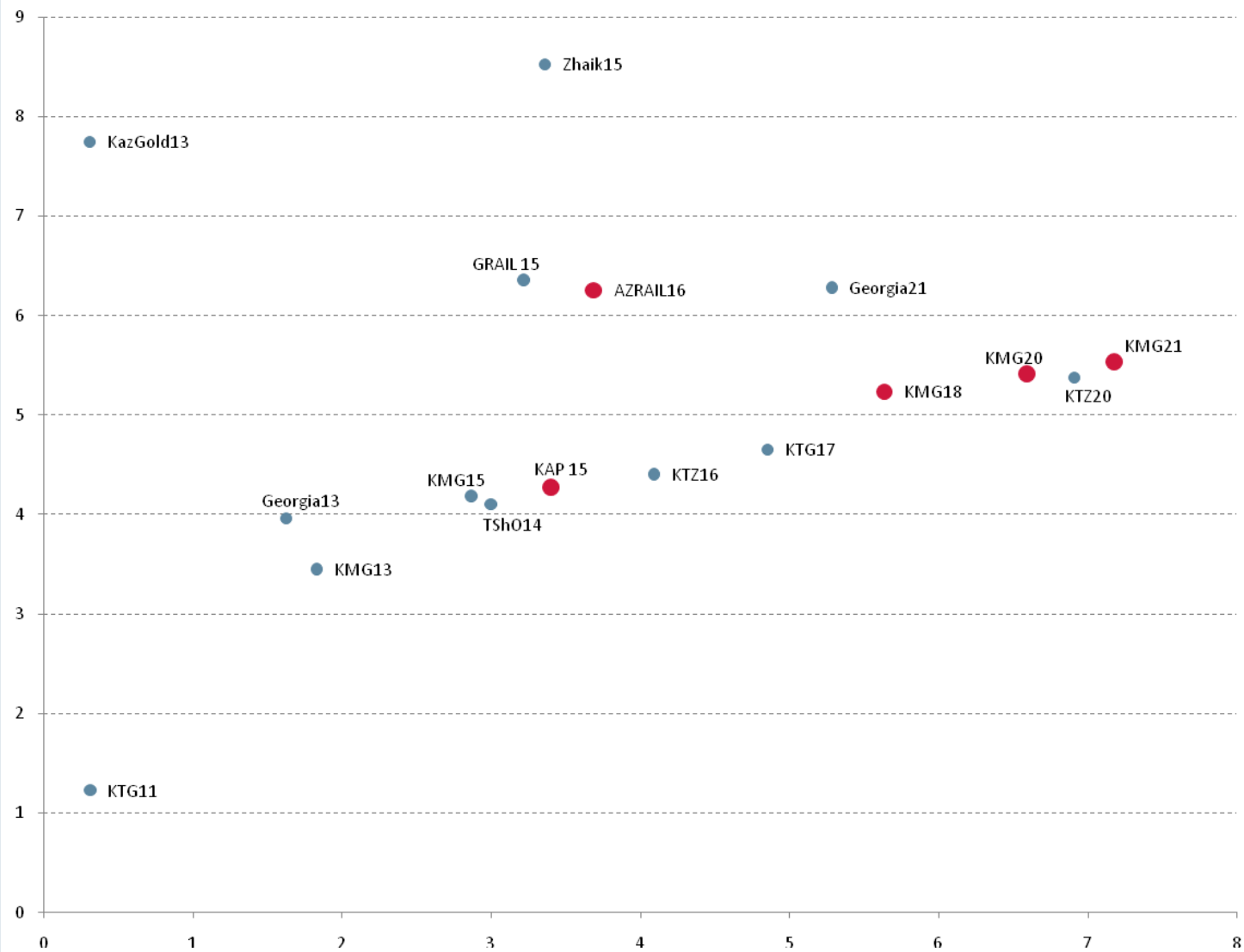
Источники: Bloomberg, оценка Атона

Евробонды казахстанских, азербайджанских и грузинских банков



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Казахстанские, азербайджанские и грузинские корпоративные и суверенные евробонды



Источники: Bloomberg, оценка Атона

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевого ценного бумага либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побуждения причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.

**ООО "АТОН"**

115035 Москва, Овчинниковская наб., дом 20, строение 1
Тел. +7 (495) 777 9090; +7 (495) 777 8877 Факс +7 (495) 777 8876
АТОН <GO> (Bloomberg)
www.aton.ru www.atonbroker.com
Участник торгов РТС, ММВБ, член НАУФОР

Atonline Limited

Юридический адрес: 5, Темистокли Дерви, ЭЛЕНИОН БИЛДИНГ; 2 этаж, Р.С. 1066, Никосия, Кипр
Офис: 20, Кириакос Матсис Авеню, 4 этаж, CY-1096, Никосия, Кипр
Тел. +357 (22) 680015 Факс +357 (22) 680016
Действует в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам
и биржам Республики Кипр (лицензия № CIF 104/09)

Департамент торговли

Павел Грёнбьерг
+7 (495) 287 8650
pavel.gronbjerg@aton.ru

**Отдел продаж акций
зарубежным клиентам**

Мартин Голлнер
+44 20 7011 9662
martin.gollner@atonint.com

**Отдел продаж акций
российским клиентам**

Антон Снобков
+7 (495) 287 9280
anton.snobkov@aton.ru

Аналитический департамент

Алексей Языков
+7 (495) 213 0340
alexei.yazikov@aton.ru

**Управление по работе
с долговыми инструментами**

Павел Душин
+7(495) 705-99-42
pavel.dushin@aton.ru

АНАЛИТИКИ АТОНА**Стратегия и экономика**

Питер Вестин
+7 (495) 213 0341
peter.westin@aton.ru

Эндрю Риск
+7 (495) 777 9090 x2641
andrew.risk@aton.ru

Сергей Колоколов
+7 (495) 777 9090 x2671
sergey.kolokolov@aton.ru

Электроэнергетика

Илья Купреев
+7 (495) 213 0335
ilya.koupreyev@aton.ru

Алексей Евстратенков
+7 (495) 777 9090 x2679
alexey.evstratenkov@aton.ru

Металлургия

Диннур Галиханов
+7 (495) 213 0338
dinnur.galikhanov@aton.ru

Илья Макаров
+7 (495) 777 9090 x2644
ilya.makarov@aton.ru

Специальные ситуации

Михаил Пак
+7 (495) 213 0337
mikhail.pak@aton.ru

Никита Мельников
+7 (495) 213 0336
nikita.melnikov@aton.ru

Телекоммуникации и медиа

Станислав Юдин
+7 (495) 213 0339
stanislav.yudin@aton.ru

Ирина Скворцова
+7 (495) 777 9090 x2675
irina.skvortsova@aton.ru

Технический анализ

Елена Кожухова
+7 (495) 777 9090 x2672
elena.kozhukhova@aton.ru

Нефть и газ

Елена Савчик
+7 (495) 213 0343
elena.savchik@aton.ru

Вячеслав Буньков
+7 (495) 213 0344
slava.bunkov@aton.ru

Анна Лакейчук
+7 (495) 777 9090 x2661
anna.lakeychuk@aton.ru

Потребительский сектор

Иван Николаев
+7 (495) 213 0334
ivan.nikolaev@aton.ru

Марина Гутнева
+7 (495) 777 9090 x2645
marina.gutneva@aton.ru

Банки

Ринат Кирдань
+7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru

Иван Качковский
+7 (495) 777 6677 x2681
ivan.kachkovski@aton.ru

Сергей Казарян
+7 (495) 777 9090 x2674
sergey.kazaryan@aton.ru

Редакционно-издательский отдел

Лорен Мэнди
+7 (495) 777 9090 x2648
lauren.mandy@aton.ru

Томас Лавракас
+7 (495) 777 9090 x2686
thomas.lavrakas@aton.ru

Анна Богданова
+7 (495) 777 9090 x2657
anna.bogdanova@aton.ru

Анна Мартынова
+7 (495) 777 9090 x2678
anna.martynova@aton.ru

Долговые инструменты: аналитика

Ринат Кирдань
+7 (495) 213 0342
rinat.kirdan@aton.ru

Андрей Бобовников
+7 (495) 287 8648
andrey.bobovnikov@aton.ru

Юрий Нефедов
+7 (495) 777 6677 x2643
yury.nefedov@aton.ru

Долговые инструменты: продажи

Михаил Авербах
+7 (495) 287 8649
mikhail.averbakh@aton.ru

Максим Бевза
+7 (495) 287 8652
maxim.bevza@aton.ru

Долговые инструменты: трейдинг

Мурат Берсеков
+7 (495) 777 6677 x2333
murat.bersekov@aton.ru

Илья Кузнецов
+7 (495) 777 6677 x2304
ilya.kuznetsov@aton.ru

Рынки капитала

Мансур Гусейнов
+7 (495) 777 6677 x2332
mansur.guseynov@aton.ru