

Стратегия /лето 2014



Не время для пессимистов?

Российская экономика.

Долговые рынки.

Денежные рынки.

Валютные рынки.

Наши ожидания на лето

Экономика и политика ЦБ РФ

В экономике вероятность отрицательных темпов роста ВВП этим летом пока маловероятна, что будет поддерживающим фактором. Вместе с тем, полностью мы бы не стали исключать данную вероятность. В любом случае вряд ли российская экономика сможет поменять тренд и показать существенный рост: мы ждем околонулевых темпов роста в этом году. Динамика инфляции в этом году довольно сложно предсказуема. Мы отмечаем, что давление на ИПЦ этим летом сохраняется довольно существенное – тарифы ЖКХ плюс возможный рост тарифов РЖД. Однако мы видим возможность для формирования тренда на замедление ИПЦ с июля-августа, что может повлиять на ожидания снижения ставок ЦБ РФ в III-IV квартале 2014 г., однако фактического снижения ставок до конца года при базовом сценарии мы не ждем.

Ставки

На фоне стабилизации курса рубля, а также снижения спроса на ликвидность в летний период можно будет рассчитывать на снижение спреда между длинным и коротким концом кривой ставок денежного рынка: ждем снижение ставки Mosprime 3m к верхней границе процентного коридора ЦБ. На этом фоне ожидаем снижение инверсий кривых процентных и валютных свопов (IRS и CCS).

Валюта

Временное улучшение геополитической ситуации, а также активные действия ЦБ повышают вероятность укрепления рубля в летний период. Дополнительную поддержку национальной валюте окажут предстоящие дивидендные выплаты российских компаний (по ожиданиям рынка, 850-900 млрд руб.), при подготовке к которым не исключены продажи валютных позиций. Тем не менее, говорить о полном нивелировании геополитических рисков пока не стоит.

ОФЗ

После довольно агрессивного роста в мае называть российские долговые бумаги дешевыми и исключительно привлекательными для инвестирования мы бы не стали. Мы бы также с осторожностью участвовали в первичных размещениях, только при наличии рыночной премии. Вместе с тем относительно других развивающихся стран недооцененными остаются валютные евробонды, в то время как локальные бумаги (ОФЗ и корпоративные выпуски) не имеют явного upside для дальнейшего роста котировок.

Евробонды

На это лето евробонды – один из наиболее фундаментально привлекательных активов. Прежде всего, исходя из того, что суверенные бумаги пока сохраняют премию к бумагам Турции и Бразилии с более низким рейтингом. Вместе с тем сдерживать покупателей может рост доходностей долларовых ставок. Мы не исключаем, что в течение лета UST-10 могут торговаться ближе к верхнему диапазону 2,4-2,7%, наиболее вероятно в июне. В том числе на фоне этого мы видим возможность краткосрочной коррекции рынка.

Наши рекомендации

Глобально, мы считаем, что в июне вполне вероятно фиксация прибыли (неглубокая техническая коррекция) в большинстве российских активов. Не исключаем, что дополнительным триггером для давления на рынок станут итоги заседания ЦБ в июне, после которого будет проведена пресс-конференция. При этом восстановление возможно ближе к середине лета, где ожидания снижения ставок со стороны инвесторов будут нарастать в случае смены тренда инфляции. Это может предполагать спекулятивную стратегию с покупкой в конце июня с выходом в конце лета (в августе вполне вероятно традиционная коррекция).

- ◆ Рекомендуем удерживать длинные позиции по рублю. Мы полагаем, что в летний период курс доллара должен стабилизироваться в зоне безучастия ЦБ (33,50 - 35,7 руб.). При этом наиболее вероятным сценарием выглядит переход во второй половине лета курса рубля из зоны 34,4-35,7 руб. в зону 33,50-34,5 руб.
- ◆ Кривые IRS/CCS остаются инвертированными: рекомендуем открыть позицию по годовому контракту IRS (pay flow, receive fix) против 5-летнего (pay fix, receive flow) при нейтральном DV01 (текущий спрэд «-60» б.п., цель – «-20»-0 б.п.).
- ◆ ОФЗ не интересны (по ряду факторов) по сравнению с евробондами на фоне узких спрэдов к ставке РЕПО ЦБ РФ. Текущее ралли на рынке, благодаря carry trade со стороны нерезидентов, рекомендуем локальным инвесторам использовать для сокращения позиций в длинных ОФЗ. Открывать направленные короткие позиции в длинных ОФЗ против «бида» нерезидентов мы не рекомендуем, в то же время целесообразно играть на расширение спреда между средним и длинным участками кривой госбумаг. В терминах спреда 5-10 лет с текущего уровня 15 б.п. ожидаем возврата спреда в диапазон 50-70 б.п.
- ◆ На суверенной кривой рекомендуем покупать евробонды: для RUSSIA-23 глобальной целью, которая может быть достигнута при нивелировании геополитических рисков, является уровень 3,75% годовых. Промежуточным сильным «психологическим» уровнем сопротивления является значение 4,0% годовых. Однако рынок уже показал сильный рост в апреле-мае и для дальнейшего движения назревает необходимость технической коррекции. Рублевые евробонды: рекомендуем сохранить в портфеле выпуски РСХБ, 08 и 09, максимально сократив позиции в остальных локальных бумагах банка в пользу евробондов RusAgroBank-16R/17R (необходимо учесть, что практическая реализация данной стратегии ограничена ликвидностью локального рынка). В сравнении бумаг финансового и нефинансового секторов наиболее интересно, с нашей точки зрения, выглядит первый. В случае восстановления ситуации текущим летом банковский сектор будет более активно отыгрывать позитив в отношении российских эмитентов: в рамках бумаг инвестиционной категории сужение спреда к нефинансовым выпускам может достигнуть 50 б.п. в отдельных бумагах, в банках 2-3 эшелонов – до 100 б.п.

Оглавление

CARRY TRADE & CREDIT PREMIUM: НА СКОЛЬКО АКТИВЫ РФ ИНТЕРЕСНЕЕ ДРУГИХ EM?

Что ждать от ЦБ РФ?

Экономика – все действительно плохо?

Инфляция – не стоит ждать замедления?

Валютный рынок

Ликвидность банковской системы

Ставки и госбумаги: INVERSION VS STEEPNESS

Денежный рынок

Процентные и валютные свопы

ОФЗ

Евробонды - без коррекции не обойтись?

Суверенные еврооблигации

Корпоративные еврооблигации

Финансовый vs нефинансовый сектора

Рублевые евробонды

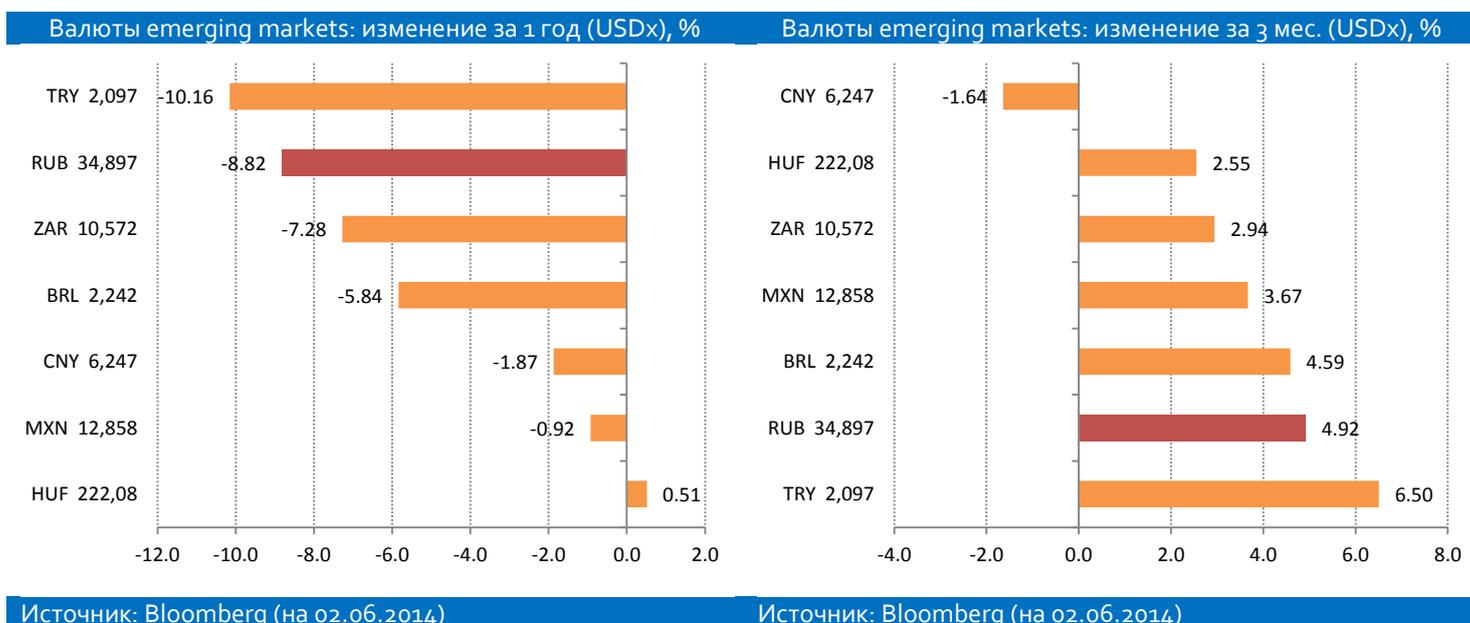
Кредитный взгляд на ключевых эмитентов

Актуальные торговые идеи

Carry trade & credit premium: насколько активы РФ интереснее других EM?

2014 год начался с активной распродажи валют развивающихся стран на фоне перераспределения капитала в пользу развитых рынков. Позиции рубля были несколько лучше по сравнению со странами-аутсайдерами, имеющими большой дефицит счета текущих операций (ЮАР, Турция, Бразилия и пр.), однако геополитический фактор в виде «украинского кризиса» внес свои коррективы. В результате, за год (к июню 2013 г.) российский рубль ослаб на 8,9%, что сопоставимо с валютами Турции и ЮАР. При этом снижение градуса геополитической напряженности за последние 3 месяца позволило рублю отыграть часть потерь.

На текущий момент, когда геополитика несколько отступила, **ждем дальнейшей синхронизации динамики рубля с валютами других развивающихся стран.**

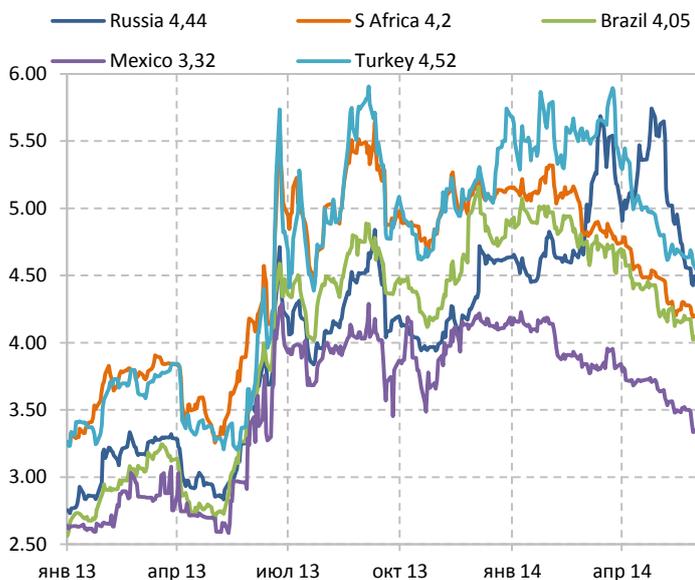


Что касается суверенных долларовых евробондов, то геополитическая премия в их доходности очевидна. Так, доходности госбумаг Турции (Ваа3/BB+/BBB-), Бразилии (Ваа2/BBB-/BBB), Мексики (А3/BBB+/BBB+) и ЮАР (Ваа1/BBB/BBB) пробили минимумы начала текущего года и достигли значений лета 2013 г.

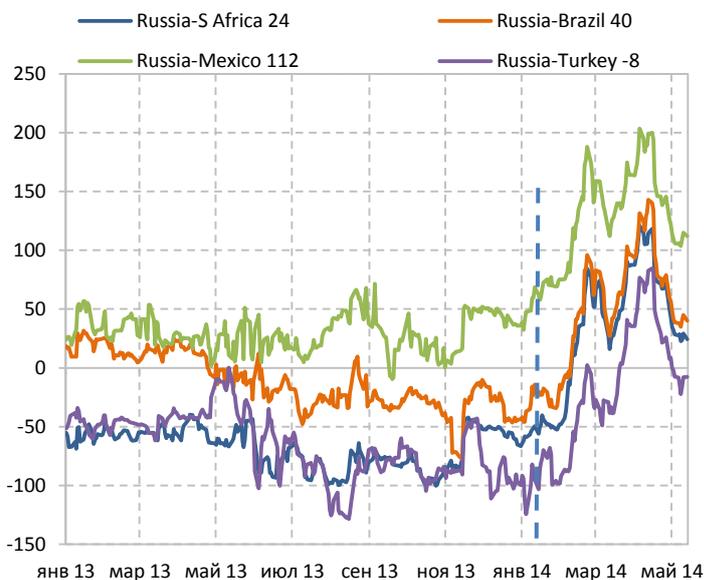
Russia-23 (Ваа1/BBB-/BBB) по доходности пробила важный уровень сопротивления – 4,6% годовых (минимумы начала 2014 г.), достигнув 4,45% годовых. **Следующая цель по доходности** при дальнейшем нивелировании геополитической премии при достижении уровней лета 2013 г., где сейчас находятся доходности большинства стран EM, – **3,75% годовых («-70 б.п.» от текущих значений).** **Промежуточным сильным «психологическим» уровнем сопротивления является значение 4,0% годовых.** Если рассмотреть спреды евробондов EM относительно России, то средний потенциал сужения спредов RUSSIA-23 относительно усредненных значений за 2013 г. по бондам Турции, Бразилии, Мексики и ЮАР также составит 70 б.п.

Однако после мощного ралли в апреле-мае достигнуть данных уровней без коррекции будет достаточно трудно.

Доходность суверенных долларовых евробондов EM (10Y), %



Спрэды доходностей суверенных долларовых евробондов EM (10Y), %, %



Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

На локальных рынках многие страны EM для удержания курсов своих валют в начале 2014 г. пошли на повышение ключевых ставок (одно из самых резких повышений до 10% было предпринято ЦБ Турции). В абсолютном значении доходности локальных бондов еще далеки от минимумов первой половины 2013 г., однако последние несколько месяцев демонстрируют устойчивое снижение доходностей в ожидании смягчения монетарной политики Центробанков.

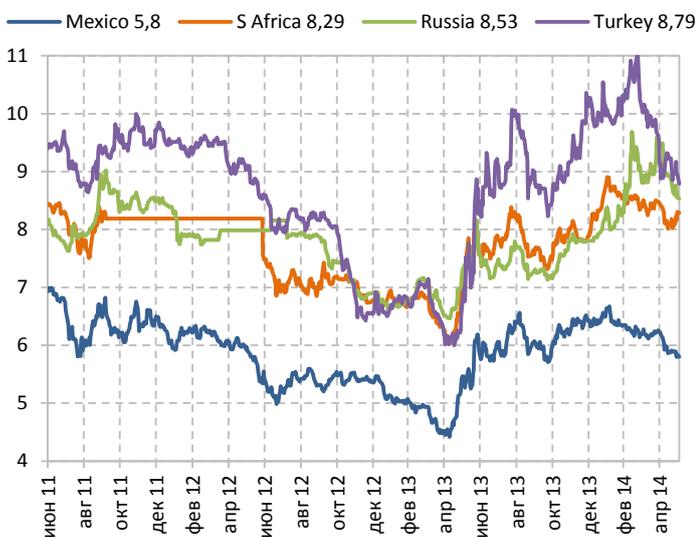
Первым регулятором, который пошел на снижение ставки, оказался ЦБ Турции, понизив с 22 мая учетную ставку на 50 б.п. – до 9,5% годовых. Вместе с тем при ускорении инфляции в стране до 9,4% годовых решение снизить ставку выглядит в большей степени политическим решением, нежели экономически обоснованным.

Дальнейшее смягчение монетарной политики в Турции выглядит маловероятным на фоне инфляционного давления, однако доходность 10-летних локальных бондов остается в среднем на 100-110 б.п. ниже ключевой ставки Центробанка. Что касается России, то carry по 5-летним ОФЗ к ставке ЦБ РФ сопоставим с аналогичными показателями Бразилии и на 30 б.п. выше Индии, Китая и Австралии. Вместе с тем относительно инфляции, которая по итогам мая в России достигла 7,5%, ОФЗ выглядят невыразительно – реальная доходность 10-летних ОФЗ составляет порядка 100 б.п. против 220-265 б.п. по сопоставимым рынкам ЮАР, Мексики, Бразилии.

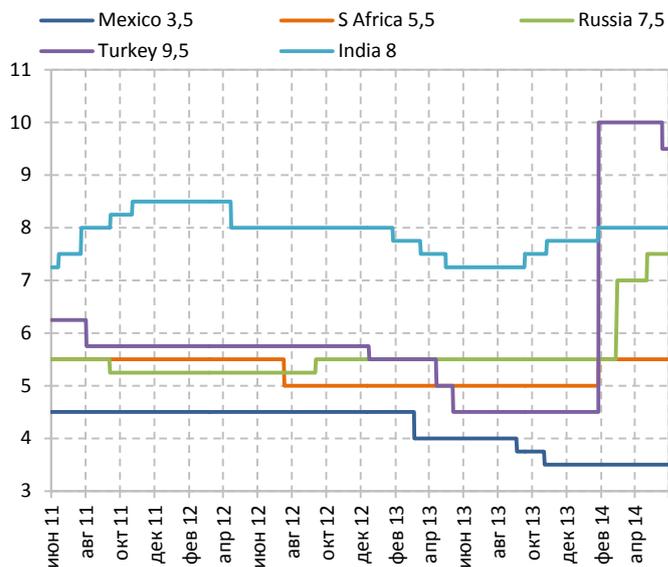
Относительно carry trade для нерезидентов ОФЗ вплотную конкурируют с Турцией и имеют небольшое превосходство по сравнению с доходностью бондов ЮАР. Отметим, что у гособлигаций Турции нет листинга в Euroclear/ClearStream в отличие от ОФЗ и бондов ЮАР. При этом текущая премия 10-летних ОФЗ к облигациям ЮАР в размере 25 б.п. при сохраняющихся геополитических рисках выглядит весьма скромно, что, впрочем, на фоне снижения градуса напряженности не смущает иностранных инвесторов.

В результате, по сравнению с другими развивающимися рынками явный upside по цене имеют долларовые евробонды России, в то время как локальные ОФЗ выглядят справедливо оцененными рынком и начинают входить в зону перекупленности (более подробно см. раздел «Рынок государственных облигаций»).

Доходность суверенных локальных бондов EM (10Y), %



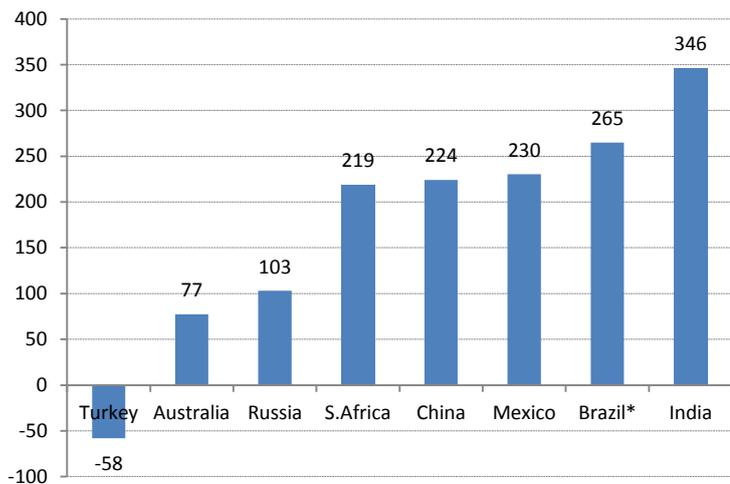
Ключевые ставки EM, %



Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

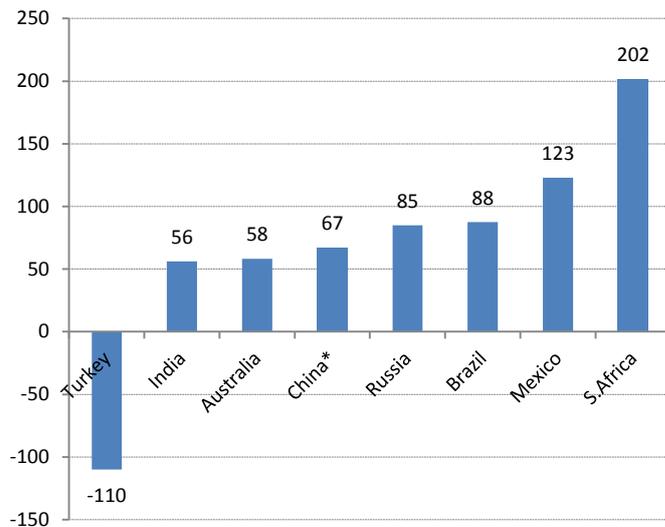
Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Реальная доходность (YTM-CPI) суверенных локальных бондов EM (10Y), б.п.



* - BRL eurobond

Carry по локальным бондам (5Y) относительно ставок ЦБ, б.п.



* - Fixing Repo 7D

Источник: Bloomberg, расчеты PSB Research (на 02.06.2014)

Источник: Bloomberg, расчеты PSB Research (на 02.06.2014)

Что ждать от ЦБ РФ?

В нашем базовом сценарии мы закладываем нейтральную политику ЦБ в этом году. Здесь мы опираемся, прежде всего, на инфляцию, которая остается довольно высокой для понижения ставок и пока не показывает уверенного тренда на замедление. Плюс к этому стоит учитывать словесные интервенции госпожи Набиуллиной, в том числе сделанные в рамках Петербургского экономического форума. Далее мы проводим наиболее острые цитаты (23 мая 2014 года).

«...в этих условиях снижение процентных ставок Банка России может привести только к росту инфляции»

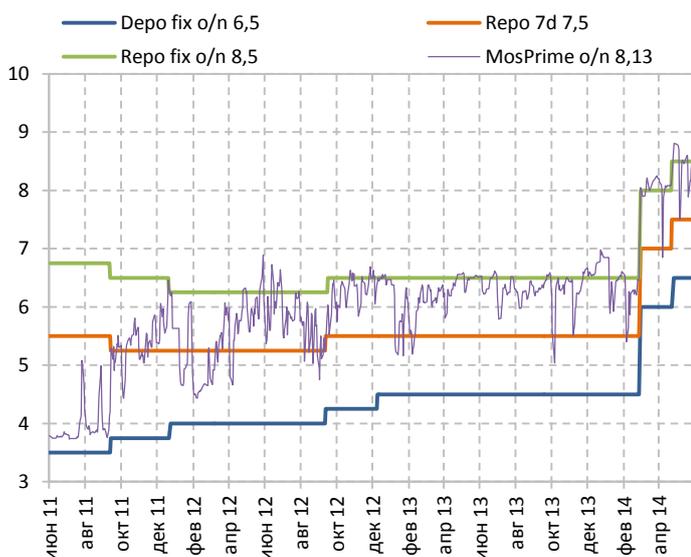
«Банк России не будет снижать ключевую ставку, пока не будет уверен, что в среднесрочной перспективе инфляция снизится до 4%»

«...пока, к сожалению, мы считаем, что риски инфляционные очень высокие»

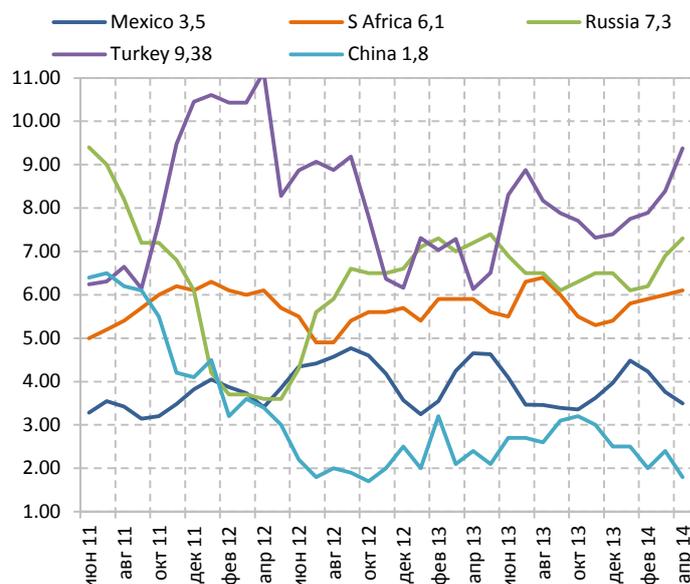
Мы считаем, что снижение стоимости фондирования будет проводиться путем реализации адресных программ (таких как кредитования под инвестиционные проекты и пр.). Добавим, что на фоне перераспределения капитала в развитые страны из развивающихся, последние испытывают дефицит капитала. Вкупе с инфляционными рисками **ЦБ EM с большой долей вероятности не будут спешить снижать ставки** после повышения в начале текущего года.

Безусловно, снижение геополитического градуса создает больше места для оптимизма в части движения ставок. Мы считаем, что возможности для снижения ставок существуют в этом году, однако, конечно, прежде всего, это зависит от динамики инфляции. В нашем оптимистическом сценарии мы, как и большинство участников рынка, закладываем снижение ставок на 25-50 б.п. При этом вероятность этого мы видим, скорее, в 4 квартале текущего года. Почему мы смотрим именно на возможность в конце года, а не ранее? Здесь мы опираемся на то, что ЦБ необходимо убедиться в уверенном тренде на снижение инфляции. Напомним, что в 2013 году ЦБ не понизил ставку, в том числе на фоне снижения инфляции, в течении как минимум четырех месяцев. **Однако с большей уверенностью мы бы стали говорить о нейтральной политике ЦБ РФ до конца года.**

Ключевые ставки ЦБ РФ, %



Инфляция в странах EM (в годовом выражении), %

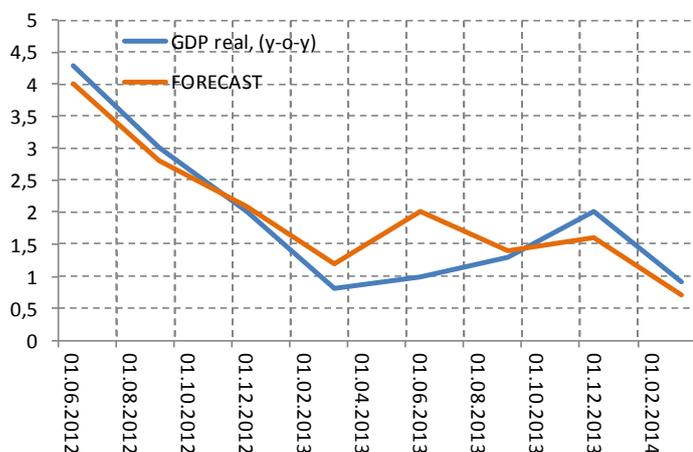


Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

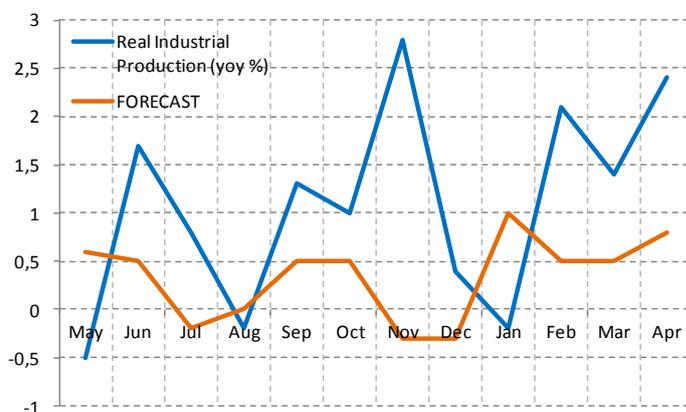
Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Экономика – все действительно плохо?

ВВП

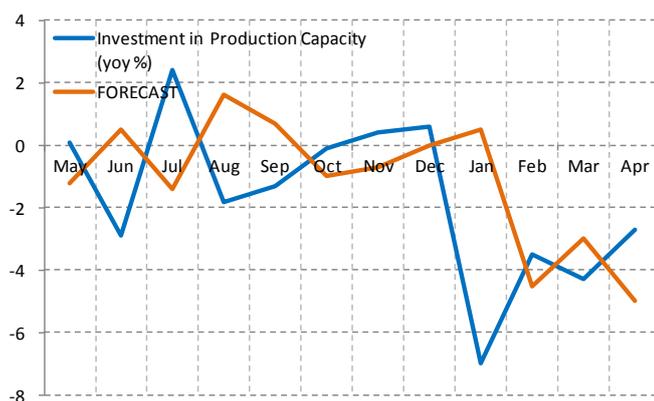


Промышленное производство



Источник: Росстат, Bloomberg

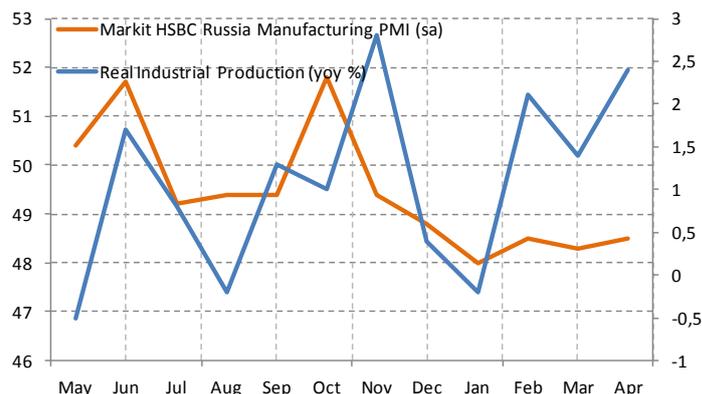
Инвестиции в основной капитал.



Источник: Росстат, Bloomberg

Источник: Росстат, Bloomberg

Промышленное производство vs PMI



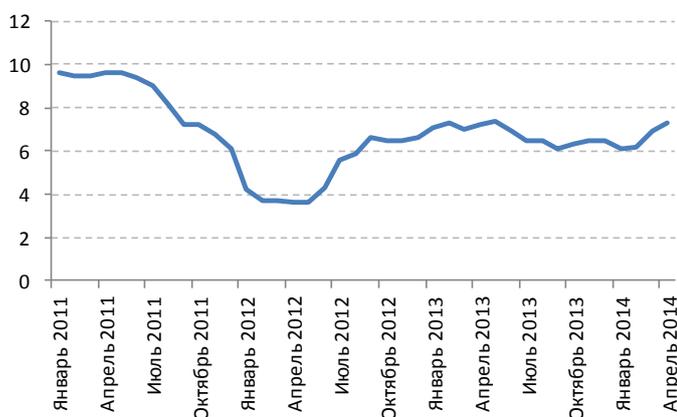
Источник: Росстат, Bloomberg

С начала года риторика большинства экспертов в части российской экономики была преимущественно скептической. Вместе с тем, действительно негативным месяцем, оказавшимся хуже прогнозов, был только январь, начиная с февраля данные начали улучшаться и были выше достаточно пессимистического консенсус-прогноза. Особенно позитивным был апрель, когда цифры, вышедшие по экономике, были довольно впечатляющими как в части инвестиций, так и промышленного производства. В части последнего неоднозначно выглядит сопоставление промышленного производства и данных по PMI, которые показывают довольно разнонаправленные тренды. Апрельский всплеск обусловлен увеличением активности в обрабатывающей промышленности. Отметим рост производства в металлургии. Мы объясняем это увеличением производства на фоне девальвации рубля и большего спроса со стороны европейских покупателей. Так, при фиксированных издержках в рублях российские металлурги могли устанавливать более конкурентные цены. Мы не склонны пока относить это к разовым факторам, однако спрос со стороны европейских потребителей, который к тому же довольно не постояен, вряд ли сможет в полной мере компенсировать снижение потребления внутри страны. С другой стороны, высокие показатели китайского PMI свидетельствуют о том, что спрос со стороны Поднебесной пока может сохраняться. Вместе с тем, пока косвенные индикаторы, такие как потребление электроэнергии, перевозки, индекс деловых настроений, свидетельствуют о сохраняющихся негативных настроениях на внутреннем рынке. Один из факторов,

который мы отмечаем, это снижение потребительской активности, что будет только усиливаться в условиях стабилизации национальной валюты. Данные за апрель показали падение данного показателя, хотя значение и осталось в плюсе. Отдельно отметим также довольно слабые показатели реально располагаемых доходов населения. В целом мы считаем, что **вероятность отрицательных темпов роста этим летом пока маловероятна, что будет поддерживающим фактором**. Вместе с тем вряд ли российская экономика сможет поменять тренд и показать существенный рост: **мы ждем околонулевых темпов роста в этом году**.

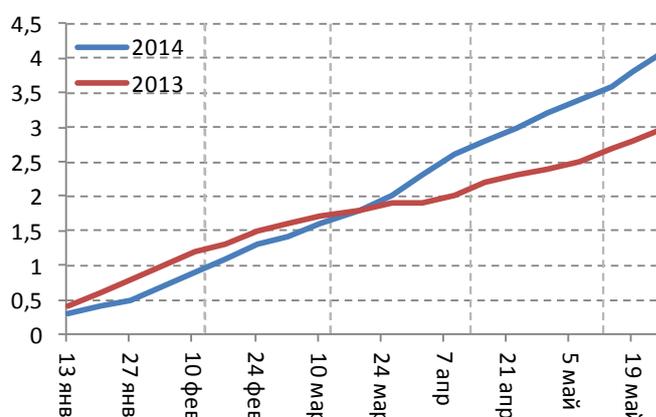
Инфляция – не стоит ждать замедления?

Индекс потребительских цен



Источник: Росстат

Месячный индекс потребительских цен

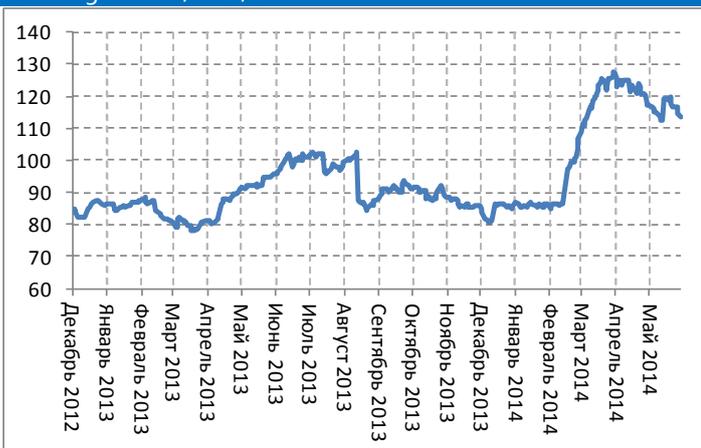


Источник: Росстат

Инфляция - один из ключевых факторов для ЦБ в части решения по ставкам. Перспектива замедления инфляции для нас ниже уровня в 6,5% к концу года довольно туманна: все же сколь значительно переломить тренд роста цен довольно сложно. Вместе с тем, укрепление рубля в мае к уровню в 34 руб. за долл., вероятно, даст определенный эффект. Отдельно мы отмечаем, что **нас смущает ситуация на рынке мяса**, где мировые цены показывают пиковые значения как по сравнению с 2013 годом, так и в целом начиная с 2000 года. Вызвано это эпидемиями среди животных, в том числе африканской чумой среди свиней, а также засухой в Бразилии и Южной Америке в целом. На российском рынке пока отмечен рост цен на свинину, в то время как ценовая динамика на говядину достаточна стабильная. Несмотря на увеличение прогноза сбора урожая на этот год Минсельхозом, а также комфортную для ИПЦ динамику цен на зерновые на глобальном рынке (в том числе за счет снижения опасений относительно отгрузки зерновых в Украине из-за политической нестабильности), мы считаем, что существуют риски неблагоприятных погодных условий для урожая в южных регионах страны (в частности, майские паводки на Кубани могут негативно повлиять на ценовую динамику). Довольно стабильной выглядит ситуация на рынке молочной продукции, где на фоне снижения закупок со стороны Китая и России цены стабилизировались. Отметим, что тарифы госмонополий, преимущественно и во втором полугодии останутся на прежнем уровне, что, безусловно, будет сдерживать рост цен. Однако и здесь не все так однозначно. Отметим, что Правительство РФ **повысило тарифы на перевозку нефти и нефтепродуктов на 13,4% во втором квартале**, что также может негативно отразиться на индексе цен. Не стоит забывать о росте тарифов ЖКХ с 1 июля. В зависимости от региона рост тарифов будет разным, однако, например, в Москве совокупный рост тарифов на ЖКХ составит 9,7%.

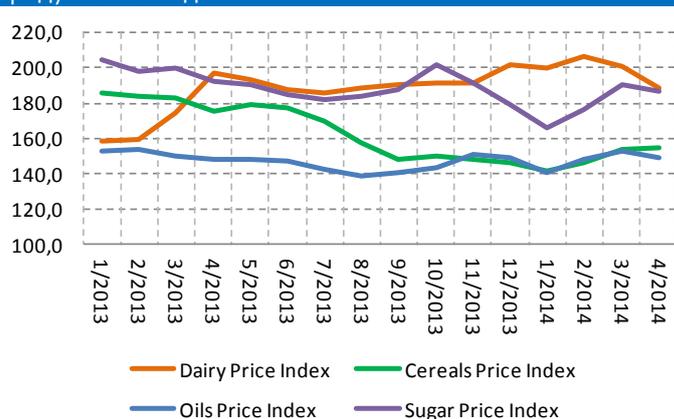
Мы считаем, что **перспективы снижения инфляции существуют, но, вероятно, ниже уровней в 6,5-6,7% ИПЦ будет опуститься довольно сложно в текущем году. При этом перспективы инфляции в 4%, озвученные как таргет ЦБ РФ в среднесрочной перспективе, выглядят сложно достижимыми**.

Lean hog futures/USD/Lbs



Источник: ООН

Продуктовые индексы



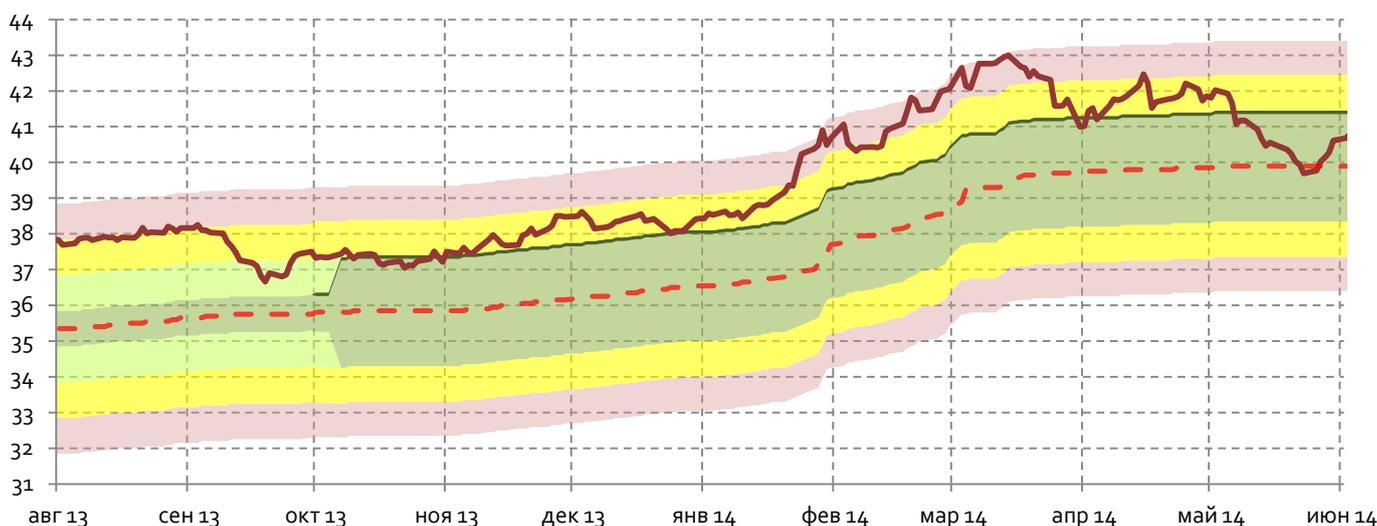
Источник: ООН

Валютный рынок

Ситуация на локальном валютном рынке в целом проходила по схожему сценарию, описанному в блоке «Экономика». Практически все без исключения участники рынка ожидали увидеть курс доллара на уровне «38+», невзирая на попытки ЦБ предотвратить агрессивную девальвацию. Тем не менее, изменение монетарной политики (повышение ключевой ставки), а также изменение курсовой политики (увеличение объемов накопленных интервенций, необходимых для смещения границ валютного коридора) все же остановили рубль на уровне 36,73 руб. Безусловно, ЦБ пришлось продать колоссальный, по меркам последних лет, объем валюты - 1520 млрд руб. (с учетом покупки валюты в национальные фонды), тем не менее рубль все же устоял. Плавное сглаживание «углов» в геополитике, не столь агрессивные санкции со стороны США и ЕС, а также рост привлекательности carry trade (после повышения ключевой ставки на 200 б.п.) позволили национальной валюте «откатиться» в зону безучастия валютного коридора ЦБ.

Стоимость бивалютной корзины vs валютный коридор ЦБ

- технический интервал
- зона "безучастия"
- +/- 70 млн долл.
- +/- 200 млн долл.
- +/- 400 млн долл.
- Стоимость бивалютной корзины
- среднее значение интервала ЦБ



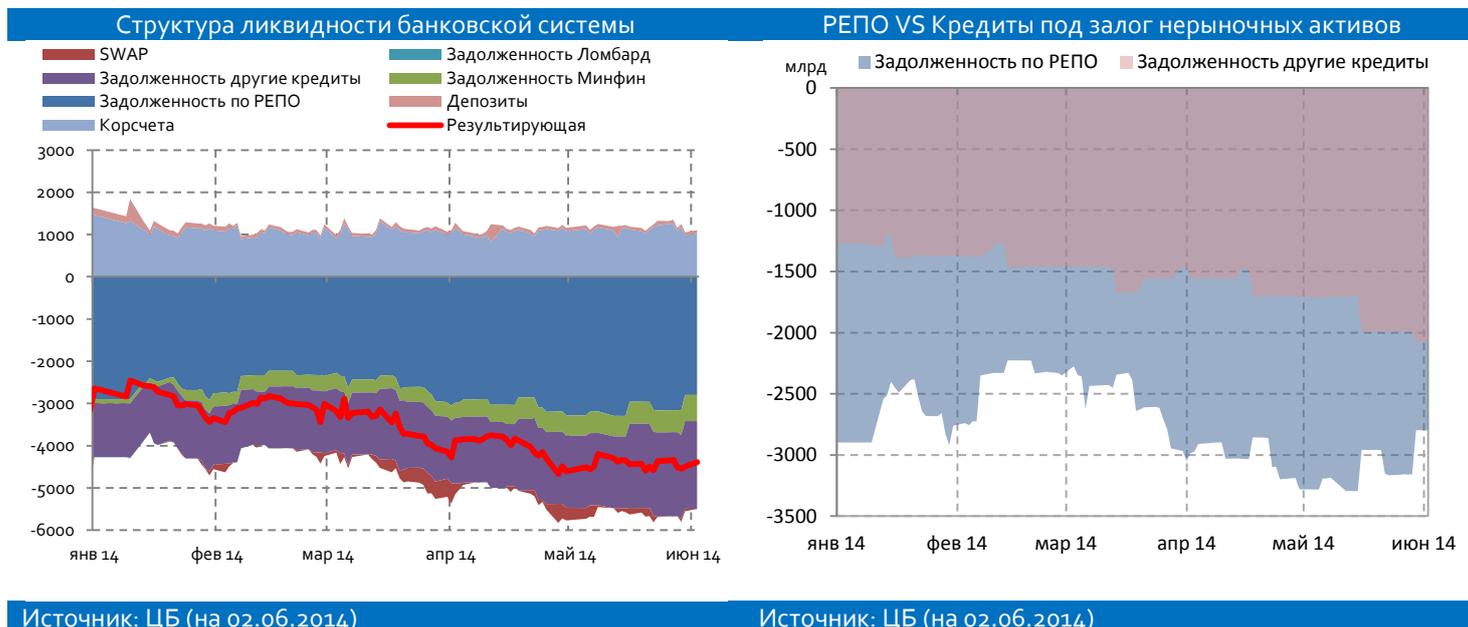
"-/+ – покупка/продажа валюты ЦБ РФ

Источник: ЦБ (на 02.06.2014)

Бесспорно, рубль в летний период вряд ли продемонстрирует существенное укрепление и сможет преодолеть нижнюю границу зоны безучастия ЦБ. Вероятность очередного усиления геополитических рисков, прежде всего, обусловленная эскалациями конфликта между Россией и Украиной, а также сохранение недоверия инвесторов к российским активам как раз и не позволят рублю сильно укрепиться. Поддержку национальной валюте может оказать ряд факторов: в начале года участники рынка нарастили валютные активы, которые приносят отрицательную доходность (отрицательный Carry trade), а также замедление оттока капитала. Кроме того, не стоит забывать о предстоящих дивидендных выплатах российских компаний в июле (ожидания рынка 850 – 900 млрд руб.), под которые предстоит конвертировать валютные позиции.

Взвешивая все «за» и «против», **мы полагаем, что в летний период курс доллара должен стабилизироваться в зоне безучастия ЦБ.** При этом наиболее вероятным выглядит диапазон - 39,0-41,5 руб. (бивалютная корзина), что соответствует курсу за доллар 33,50 - 35,7 руб. При этом, как мы полагаем, в первой половине летнего периода рубль будет находиться выше середины валютного коридора ЦБ – 40,0-41,5 руб. (доллар – 34,4-35,7 руб.), во второй половине летнего периода национальная валюта сместится в зону 40,0-41,50 руб. (доллар – 33,50-34,5 руб.). Таким образом, в летний период рубль продемонстрирует укрепление от верхней границы зоны безучастия ЦБ (бивалютная корзина – 41,5 руб., доллар – 35,7 руб.) к нижней границе (бивалютная корзина - 39 руб., доллар – 33,50 руб.)

Ликвидность банковской системы



Источник: ЦБ (на 02.06.2014)

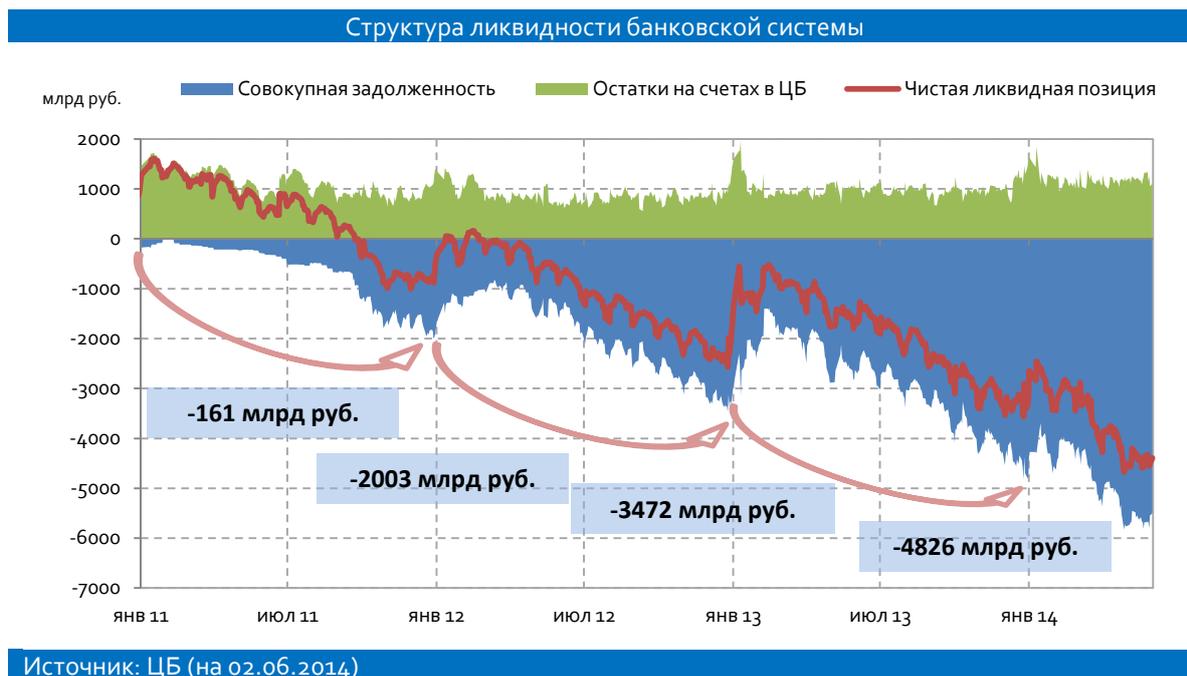
Источник: ЦБ (на 02.06.2014)

Уровень ликвидности банковской системы с начала текущего года удерживался на комфортном для функционирования рынков МБК и РЕПО значениях – выше 1,1 трлн руб. При этом агрессивное сдерживание валютного курса со стороны ЦБ «вытянуло» из банковской системы рублевой ликвидности в объеме более 1,5 трлн руб. Основным источником покрытия потребности в рублевых ресурсах выступил ЦБ, нарастивший предложение по инструменту прямое РЕПО и кредиты под залог нерыночных активов. При этом задолженность банковской системы за первое полугодие текущего года увеличилась почти на 1,2 трлн руб., составив – «-5,5 млрд руб.», а чистая ликвидная позиция снизилась почти на 1,94 трлн руб., составив – «-4,39 трлн руб.». В подобных условиях довольно остро встал вопрос с обеспечением. Как отмечает ЦБ, в пиковые моменты коэффициент утилизации рыночных активов превышал 60%. На этом фоне довольно неплохую поддержку оказали кредитные аукционы под залог

нерыночных активов, задолженность по которым выросла с 800 млрд руб. до 2 трлн руб. Кроме того, ЦБ анонсировал введение новых инструментов фондирования – кредиты под залог инвестпроектов, а также о готовности в случае необходимости предоставления ликвидности на беззалоговой основе, при этом, как беспрецедентный шаг, регулятор готов выдавать валютные кредиты. Однако потребности в подобных экстренных мерах пока нет.

На наш взгляд, темпы роста задолженности банковской системы перед монетарными властями в летний период, вероятнее всего, будут незначительными. Причиной для подобного предположения может стать снижение объемов операций ЦБ на валютном рынке, оказывающих наибольшее влияние. Кроме того, на рынке ликвидности сезонный фактор наблюдается только в декабре-феврале. Тем не менее, тенденция по росту профицита бюджета в летний период может «вытянуть» из системы порядка 100-150 млрд руб. Обозначенные планы ЦБ по проведению кредитных аукционов под залог нерыночных активов в июне и июле предполагают увеличение лимитов почти на 500 млрд руб. к сумме, подлежащей рефинансированию. При этом ЦБ, вероятнее всего, снизит лимит на еженедельных аукционах прямого РЕПО до уровня 2,0 – 2,2 трлн руб.

Уровень остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ будет удерживаться в диапазоне 1,0-1,2 трлн руб., а объем задолженности на уровне 5,5-5,7 трлн руб. При этом мы полагаем, что изменится структура задолженности. **ЦБ сделает ставку на кредиты под залог нерыночных активов, чей объем в структуре задолженности может превысить объем РЕПО.**

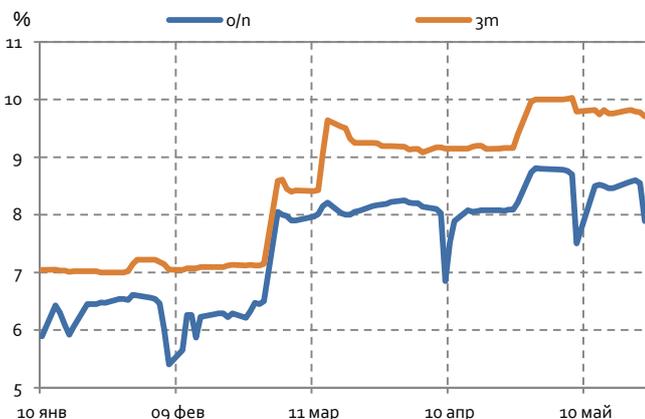


Ставки и госбумаги: inversion vs steepness

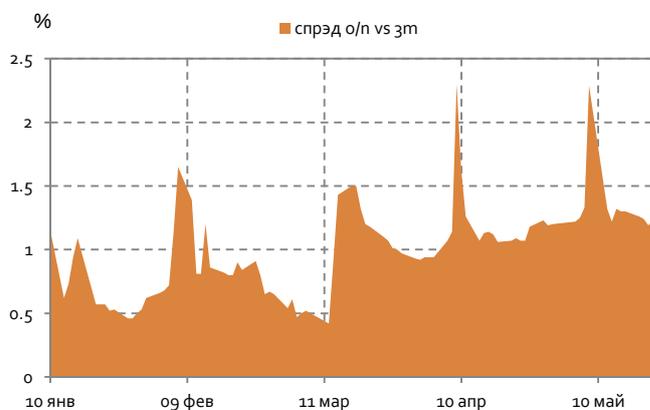
Денежный рынок

Текущий год принес на денежный рынок довольно много непростых испытаний. Сильная девальвация рубля, спровоцировавшая ЦБ увеличить присутствие на валютном рынке, а также изменить параметры монетарной политики. На первом этапе Банк России был вынужден в рамках реализации политики сглаживания колебаний курса рубля начать агрессивно продавать валюту, абсорбируя рублевую ликвидность. Вторым этапом, в начале марта, ЦБ, с целью предотвращения роста инфляции, был вынужден поднять ключевую ставку на 150 б.п., а в конце апреля - еще на 50 б.п., доведя ее до уровня 7,5%. На этом фоне наблюдался рост процентных ставок не только за счет спроса на ресурсы, но и за счет увеличения стоимости фондирования у ЦБ. При этом риск того, что регулятор может вновь повысить ставку, сформировал довольно широкий спрэд между Mosprime o/n и Mosprime 3m, который в пиковые значения превышал уровень 130 б.п., тогда как «нормальное» значение составляет 70-90 б.п. Также можно отметить, что при постепенном улучшении ситуации, в частности при стабилизации курса рубля, а также при снижении спроса на ликвидность в летний период, можно будет **рассчитывать на сужение спреда между длинным и коротким концом кривой ставок денежного рынка** до «нормального» значения. При этом Mosprime o/n вряд ли удастся продолжительное время удерживаться существенно ниже границ процентного коридора ЦБ, и в ближайшее время ставка вновь вернется на уровень 8,5%. Таким образом, **наиболее вероятно увидеть снижение Mosprime 3m к верхней границе процентного коридора ЦБ до уровня 9,20-9,40%.**

Mosprime o/n vs 3m



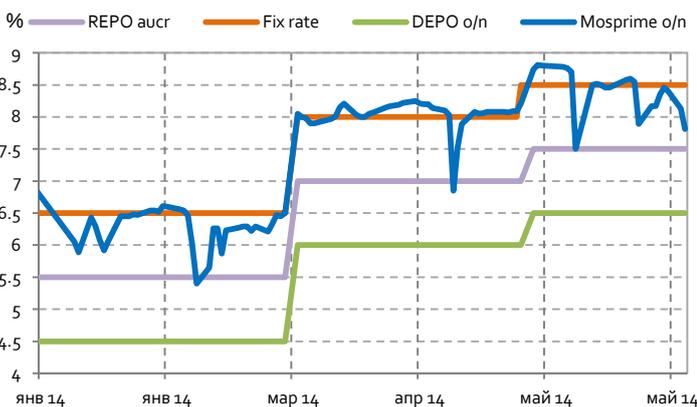
Спрэд Mosprime o/n vs 3m



Источник: ЦБ РФ (на 02.06.2014)

Источник: ЦБ РФ (на 02.06.2014)

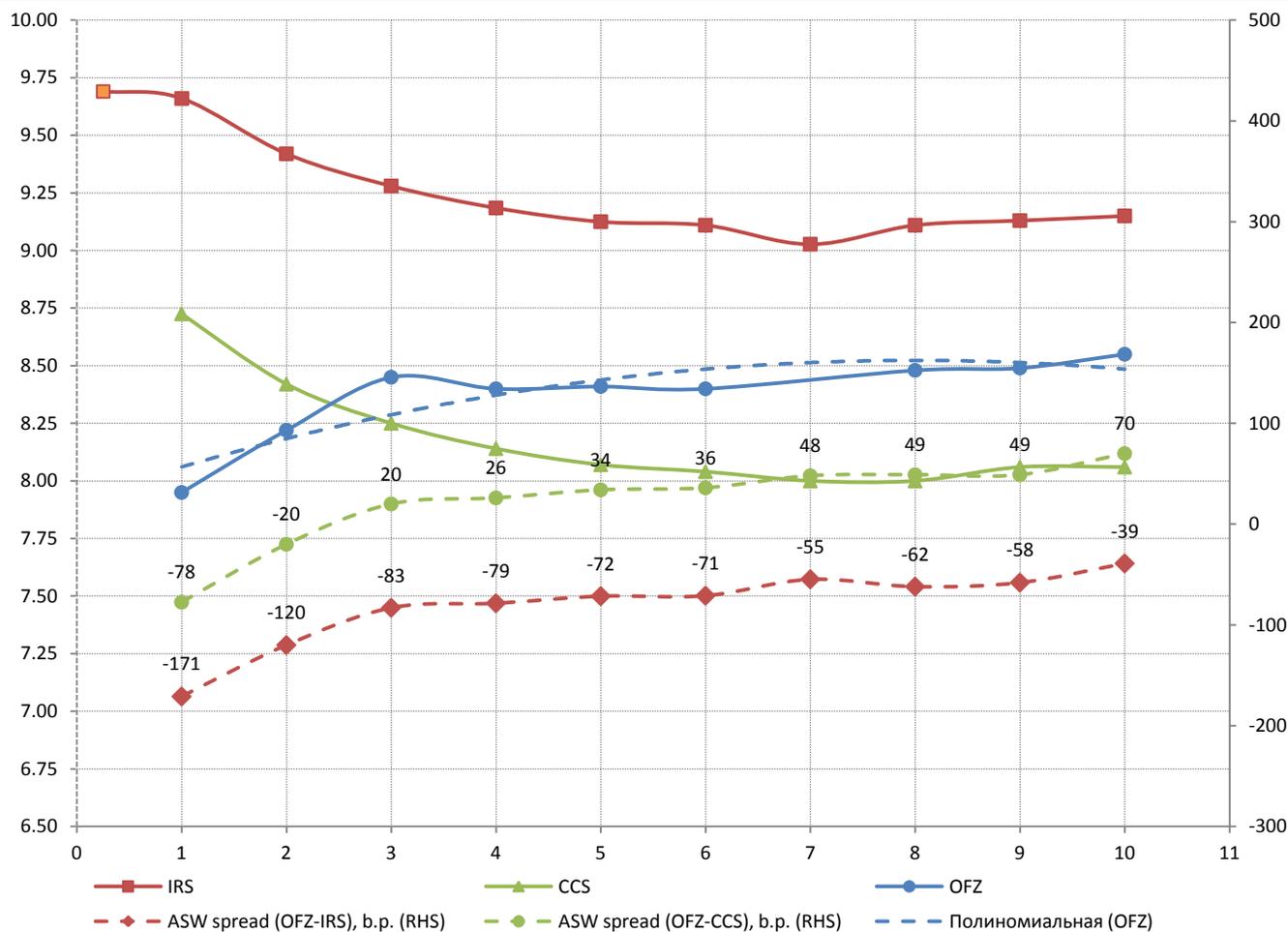
Коридор процентных ставок Банка России



Источник: ЦБ РФ (на 02.06.2014)

Процентные и валютные свопы

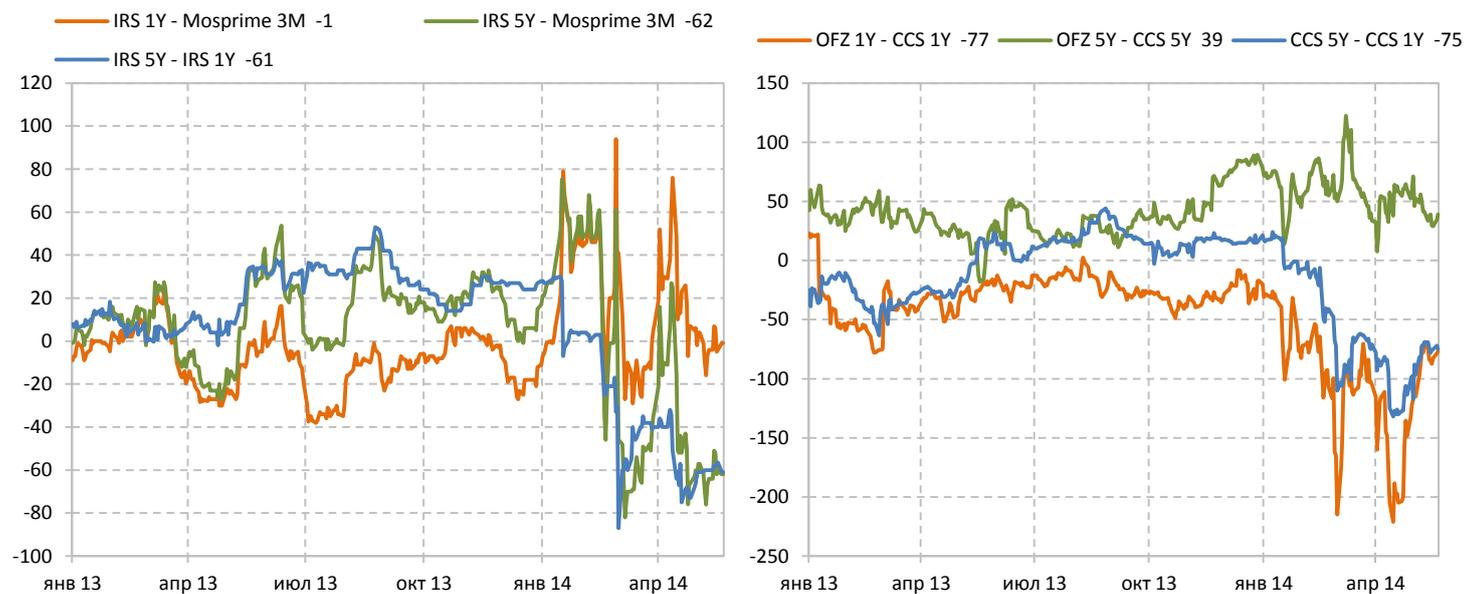
Кривые ОФЗ и свопов



Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Спрэды кривой IRS, б.п.

Спрэды кривой CCS, б.п.



Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Кривые IRS/CCS остаются инвертированными, что в текущих условиях, с одной стороны, говорит об ожиданиях относительно непродолжительного времени сохранения высоких ставок ЦБ РФ, а с другой - не исключает нового ухудшения ситуации на рынках. Выравнивание кривой за счет снижения MosPrime 3М может произойти на фоне стабилизации валютного курса и улучшения ситуации с ликвидностью, однако на фоне высоких инфляционных рисков не исключаем негативной переоценки длинной части кривой свопов. Таким образом, направленная покупка коротких свопов выглядит небезопасно.

В результате, **основной стратегией на ближайшие 3 месяца на рынке свопов мы рекомендуем выбрать постепенное снижение инверсии кривых при нейтральном DV01.**

Так, на кривой IRS спрэд между годовым и 5-летним контрактом составляет «-60 б.п.», что открывает потенциал его сужения до нулевого значения. Рекомендуем открыть позицию по годовому контракту (pay flow, receive fix) против 5-летнего (pay fix, receive flow) при нейтральном DV01.

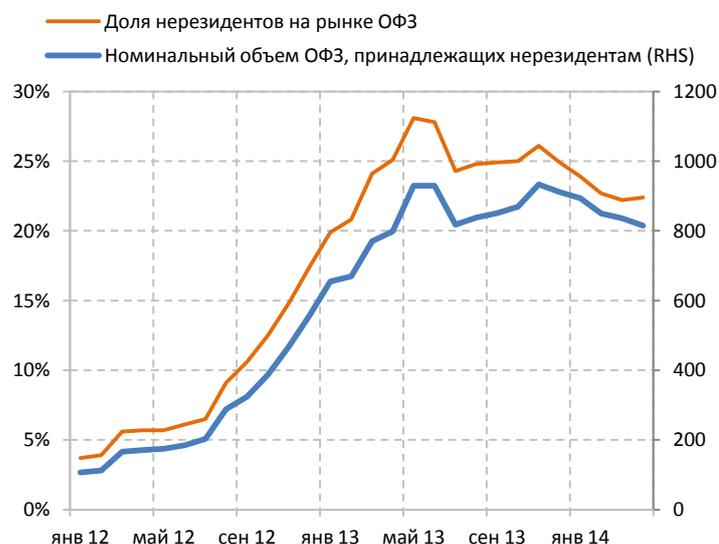
Отрицательный спрэд между 1 и 5 годами на кривой CCS составляет 75 б.п., однако с практической точки зрения стратегия на выравнивание кривой для российских участников труднореализуема из-за сложности закрытия сделок «wrong way», по которым инвестор платит доллары, а получает рубли (контрагенты-нерезиденты требуют дополнительной премии из-за нежелания поставлять рубли).

ASW-spread (ОФЗ-CCS) на 5 годах консолидируется на уровне 40 б.п., что выглядит справедливо; данную позицию имеет смысл открывать при расширении спреда выше 100 б.п.

ОФЗ

Основным драйвером рынка ОФЗ с момента либерализации являются иностранные инвесторы. По данным ЦБ РФ, на 01.04.2014 г. им принадлежало 22,4% номинального объема ОФЗ в обращении (815 млрд руб.). По сравнению с пиком в мае 2013 г. их доля сократилась на 5,7% (-115 млрд руб.). Статистика ЦБ РФ выходит с большой задержкой, однако после роста аппетита к риску в апреле и мае можно ожидать, что доля нерезидентов на текущий момент несколько подросла, достигнув, вероятно, уровня 23%.

Доля нерезидентов на рынке ОФЗ



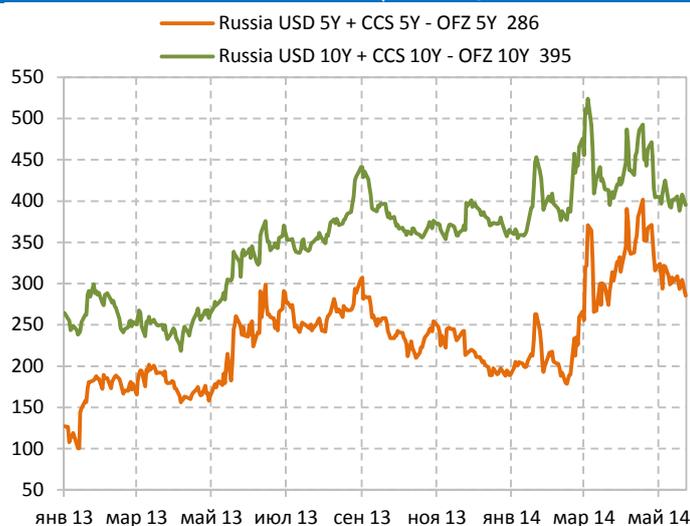
Доходность выпусков ОФЗ, %



Источник: ЦБ РФ

Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

UST Russia + Swap vs OFZ, б.п.



Спрэды ОФЗ к UST, б.п.



Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Ключевыми идеями, которые подталкивают иностранных инвесторов к покупкам рублевых госбумаг, являются снижение геополитического риска, привлекательный уровень carry trade на фоне дешевого фондирования в USD и EUR, укрепления рубля, а также перспектива снижения ставок Банком России. При этом, на наш взгляд, инвесторы уже получили определенный «иммунитет» к событиям на Украине, а скорое снижение ставок в России на фоне высокой инфляции становится все более туманным, таким образом, главной движущей силой рынка ОФЗ остается carry trade.

Текущий уровень carry trade для иностранных инвесторов по ОФЗ остается все еще весьма привлекательным – по сравнению с 2013 г. спрэд к UST расширился в среднем на 100-130 б.п. Данная тенденция наблюдалась по большинству стран EM на переоценке риска и действиях локальных ЦБ. Как мы отметили в разделе «Carry trade & credit premium: на сколько активы РФ интереснее других EM?», доходность ОФЗ выглядит конкурентоспособно относительно сопоставимых стран EM (без учета геополитического риска).

Однако не стоит забывать, что за время украинского конфликта нерезиденты переоценили риски РФ, в результате чего говорить можно о притоке лишь «быстрого» спекулятивного капитала. Кроме того, высокая волатильность валют EM способна быстро перекрыть высокий уровень carry за счет отрицательной валютной переоценки, что приведет к обратному движению госбумаг.

При этом в случае хеджирования валютного риска нерезидентам более комфортно покупать долларские евробонды по сравнению с ОФЗ – данная премия/дисконт на 5 годах все еще на 80-130 б.п. выше уровней начала 2013 г. (и наоборот – более интересно наращивать рублевый риск через комбинацию валютных евробондов и валютного свопа).

Что касается carry относительно ставки РЕПО ЦБ, то при текущей ставке на уровне 7,5% годовых рынок ОФЗ подошел к серьезным уровням сопротивления, и без формирования ожиданий скорого перехода ЦБ к циклу снижения ставок расти дальше рынку будет затруднительно. Мы не ждем на горизонте 3 месяцев снижения ставки, однако за счет спроса нерезидентов спрэды доходности ОФЗ к РЕПО вполне могут удерживаться на достигнутых уровнях (турецкий сценарий с отрицательными спредами мы не ожидаем).

В результате при базовом сценарии сохранения ставок на текущих уровнях доходность коротких и среднесрочных ОФЗ выглядит справедливо, тогда как длинные госбумаги уже дороги. Так, спрэды к РЕПО годовых и 5-летних бумаг подошли к средним значениям первой половины 2013 г., когда идея снижения ставок была актуальной, по 10-летним ОФЗ – уже достигли минимумов начала 2013 г.

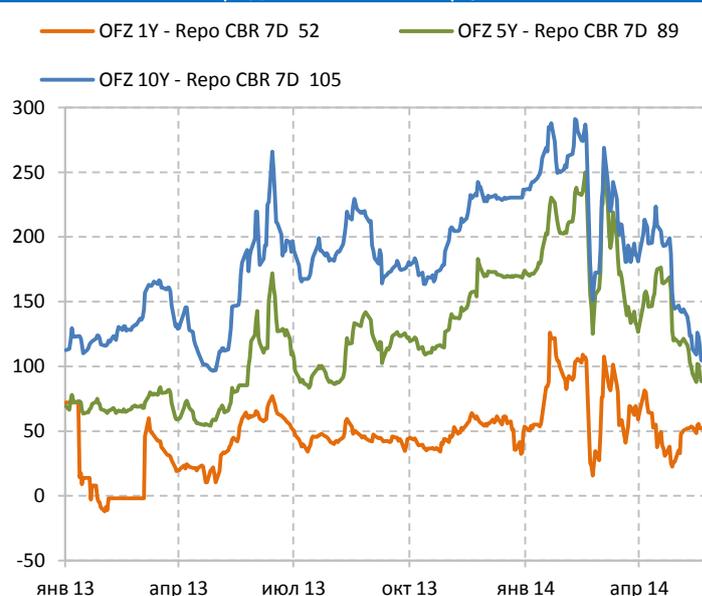
Плоский вид кривой ОФЗ также говорит о перекупленности длинных бумаг - спрэд 10-5 лет уже близок к минимумам (15 б.п. при комфортном уровне выше 60 б.п.).

Текущее ралли на рынке ОФЗ (благодаря carry trade со стороны нерезидентов) рекомендуем локальным инвесторам использовать для сокращения позиций в длинных ОФЗ. Открывать направленные короткие позиции в длинных ОФЗ против «бида» нерезидентов мы не рекомендуем, в то же время **целесообразно играть на расширение спрэда между средним и длинным участками кривой госбумаг.** В терминах спрэда 5-10 лет с текущего уровня 15 б.п. ожидаем возврата спрэда в диапазон 50-70 б.п.

Спрэды на кривой ОФЗ, б.п.



Спрэды ОФЗ с РЕПО ЦБ, б.п.



Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

Источник: Bloomberg (на 02.06.2014)

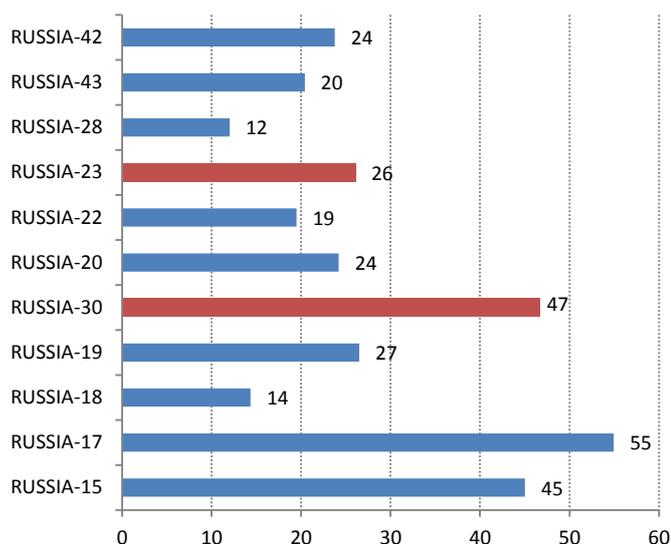
Евробонды - без коррекции не обойтись?

Суверенные еврооблигации

Безусловно, российские еврооблигации являются одними из наиболее привлекательных активов на текущий момент. Как было показано выше, за счет наличия геополитической премии российский рынок суверенных евробондов остается наиболее недооцененным среди рынков сопоставимых стран ЕМ. Мы ставим, скорее, не на возвращение к уровням, когда кривые Бразилии и Турции торговались с дисконтом к суверенным бумагам России, а на сокращение российской премии к отмеченным странам. Вместе с тем стоит напомнить, что текущие уровни по суверенным бумагам вернулись в середину февраля, то есть практически полностью нивелировали геополитическую премию, которая была ранее. Безусловно, градус геополитики снизился. Инвесторы, скорее, ждут стабилизации ситуации между Россией, Украиной, ЕС и США. Вместе с тем, с нашей точки зрения, напряжение в июне вполне может сохраниться, что может вызвать волатильность и снижение котировок. В силу этого **мы видим вероятность для роста доходностей в июне**. Отметим также, что уверенное восстановление цен может сдерживаться доходностями базового актива – американских казначейских бумаг, которые находятся на текущий момент на довольно низком уровне и, с нашей точки зрения, требуют коррекции в начале этого лета. При этом при стабилизации ситуации **мы рекомендуем инвесторам заходить, прежде всего, в выпуски Russia-23 и Russia-30**. Для первого выпуска в июне мы видим возможность для коррекции. В части Russia-30 возможно достижение уровня в 4,4-4,6% в июне. В случае полной нормализации геополитических рисков целевой уровень по Russia-30 мы видим в 3,7-3,9% к концу этого лета. **В части 10-летнего бенчмарка мы видим возможность для роста к уровням в 4,60-4,8%. При этом цель мы ставим по снижению к уровням в 4% годовых.**

Отклонение текущего G-spread от среднего значения с сентября 2013 по январь 2014 г., б.п.

G-spread, б.п.



Источник: Bloomberg, анализ PSB Research (на 03.06.2014)

Источник: Bloomberg, анализ PSB Research (на 03.06.2014)

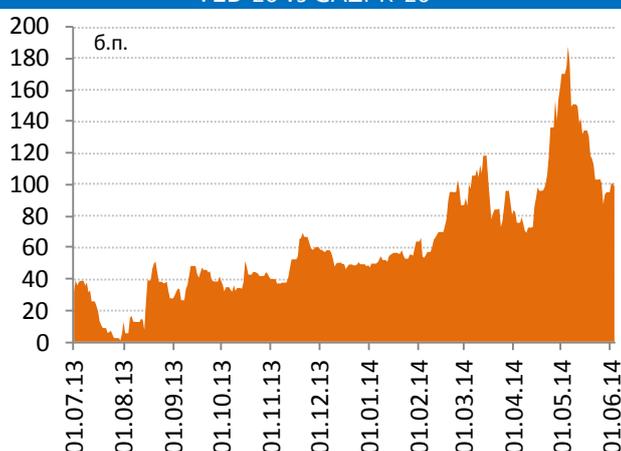
Корпоративные еврооблигации

Рублевые корпоративные еврооблигации российских эмитентов традиционно более волатильны по сравнению с локальными аналогами за счет большей доли нерезидентов, а также более высокой ликвидности. После уверенного ценового роста в мае и возвращения бумаг к уровням начала года у инвесторов сохранилась идея, что стоит покупать корпоративные облигации. Вместе с тем, большинство наиболее ликвидных бумаг, преимущественно среди «голубых фишек», уже также отыграли геополитическую премию, как и суверенные бумаги. В части корпоративных бумаг мы считаем, что в большинстве бумаг достаточно вероятно незначительная коррекция в июне. В силу этого мы считаем, что с активными покупками до конца июня стоит повременить. Вместе с тем фундаментально среди бумаг вне суверенной кривой выглядят более привлекательно банковские выпуски, а также рублевые евробонды, на которые мы рекомендуем обратить внимание инвесторам.

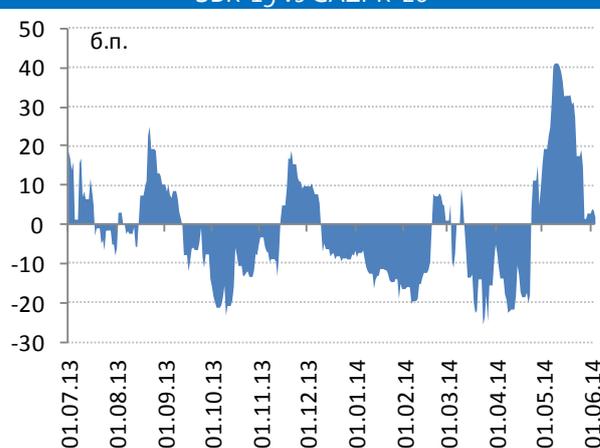
Финансовый vs нефинансовый сектора

Традиционно, несмотря на схожие рейтинги, банковские еврооблигации предлагают спрэд к выпускам нефинансовых компаний. Причем даже для эмитентов инвестиционной категории спрэд может быть существенным – до 100 б.п. Это достаточно очевидно, если посмотреть на выпуски Газпрома и/или Лукойла и сравнить их с займами Россельхозбанка и ВЭБа. Таким образом, инвестор, не выходя за рамки предпочитаемой рейтинговой категории, может получить существенную дополнительную премию. Следует отметить, что с начала года на фоне усиления напряженности вокруг Украины и собственных финансовых метрик эмитентов этот спрэд расширился вдвое («+50 б.п.») – ранее он держался на уровне порядка 50 б.п. Таким образом, при нормализации ситуации мы сможем увидеть обратное сокращение спрэдов. Впрочем, стоит отметить, что наличие спрэда приятное, но не обязательное условие: Z-спрэд Сбербанка и Газпрома находится на одном уровне.

VEB-20 vs GAZPR-20



SBR-19 vs GAZPR-20



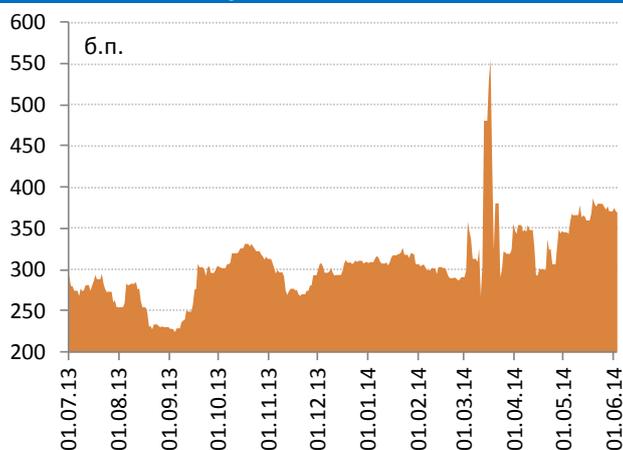
Источник: Bloomberg, PSB Research (на 05.06.2014)

Что касается бумаг не инвестиционной категории, то здесь наличие спрэда является практически обязательным условием. Однако зачастую это обусловлено не только повышенными требованиями инвесторов к финансовому сектору, но и структурами долга, когда эмитенты выпускают субординированные займы, зачастую имеющие самостоятельный рейтинг на 1-2 ступени ниже рейтинга эмитента. Поэтому видя существенную премию, например МСВ-18 (В1/ВВ-/ВВ) дает к EVRAZ-20 (Ва3/В+/ВВ-) более 150 б.п., стоит обращать внимание на структуру выпуска. Причем субординированные займы, выпущенные после 1 марта 2013 года, имеют дополнительные условия не в пользу инвестора, что приводит к наличию дополнительной премии от 100 б.п.

Здесь также наблюдалось расширение спрэда с начала текущего года, причем оно было более существенным, чем в эмитентах инвестиционной категории и достигало 50-100 б.п. Соответственно, мы

ожидаем, что эти бумаги будут более чувствительны к стабилизации ситуации, демонстрируя более активное сужение Z-спреда, что делает банковские выпуски более интересными.

NOMOS-19 subd vs VIMPELCOM-21



MCB-18 (8,7%) subd vs EVRAZ-20



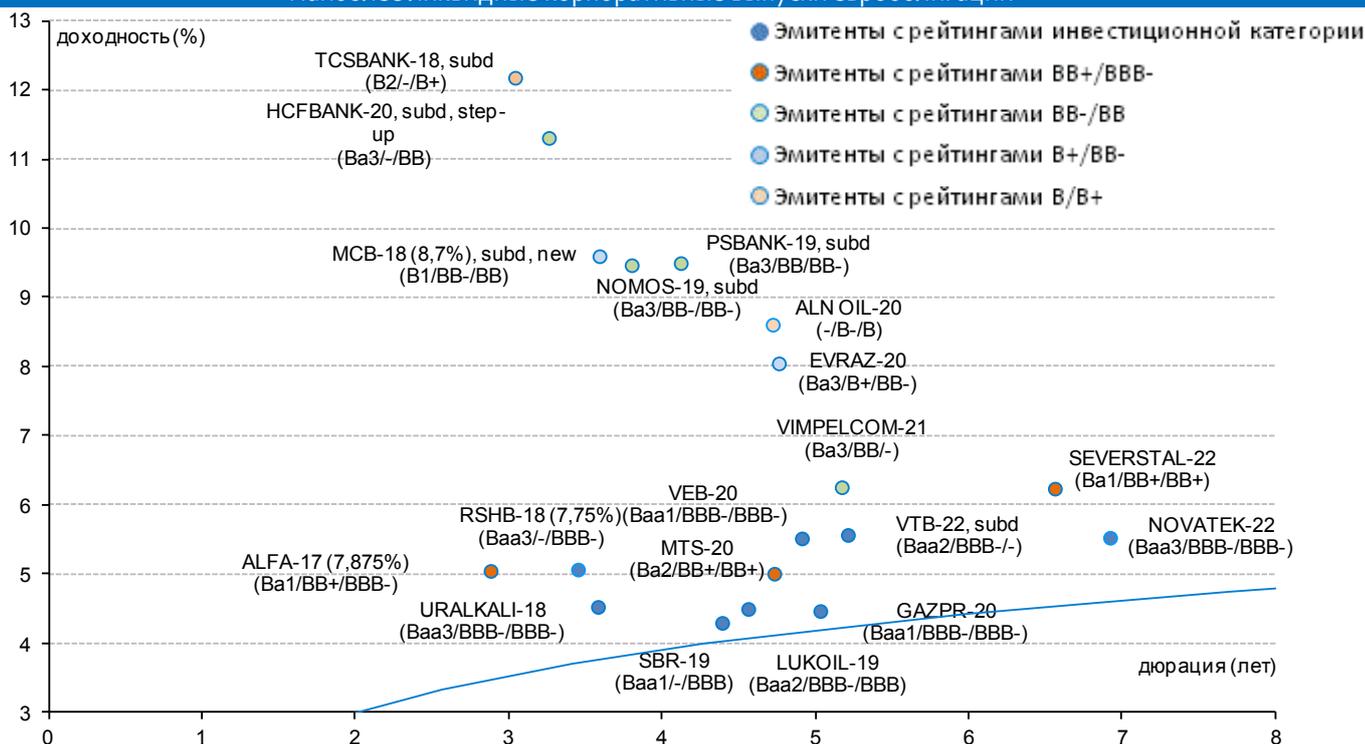
Источник: Bloomberg, PSB Research (на 05.06.2014)

Таким образом, на наш взгляд, **банковский сектор выглядит привлекательнее нефинансового** по двум причинам:

- В большинстве случаев при тех же рейтингах в бумагах банков содержится **дополнительная премия за более осторожное отношение инвесторов к сектору**.
- На внешнеполитических факторах (ожидание санкций, ослабление рубля) прошло расширение спреда с начала текущего года между финансовым сектором и нефинансовым.

Соответственно, при восстановлении ситуации текущим летом банковский сектор будет более активно отыгрывать позитив в отношении российских эмитентов: в рамках бумаг инвестиционной категории сужение спреда к нефинансовым выпускам может достигнуть 50 б.п. в отдельных бумагах, в банках 2-3 эшелонов – до 100 б.п.

Наиболее ликвидные корпоративные выпуски еврооблигаций



Источник: Bloomberg, PSB Research (на 05.06.2014)

Ликвидные выпуски из различных отраслей						
Эмитент	Рейтинг	Выпуски	YTW	Dur	Цена	Z-спрэд
ВЭБ	Ваа1/BBB-/BBB	VEB-20	5,52	4,91	107,07	357
Сбербанк	Ваа1/-/BBB	SBR-19	4,299	4,39	103,962	260
Газпром	Ваа1/BBB-/BBB	GAZPR-20	4,47	5,03	96,9	258
ВТБ	Ваа2/BBB-/-	VTB-22, subd	5,57	5,21	105,18	356
Лукойл	Ваа2/BBB-/BBB	LUKOIL-19	4,5	4,56	113,06	273
РСХБ	Ваа3/-/BBB-	RSHB-18 (7,75%)	5,07	3,45	109,53	376
Уралкалий	Ваа3/BBB-/BBB-	URALKALI-18	4,53	3,58	97,15	321
Новатэк	Ваа3/BBB-/BBB-	NOVATEK-22	5,53	6,92	92,57	307
Северсталь	Ва1/BB+/BB+	SEVERSTAL-22	6,24	6,56	97,81	385
Альфа-Банк	Ва1/BB+/BBB-	ALFA-17 (7,875%)	5,05	2,88	108,45	400
МТС	Ва2/BB+/BB+	MTS-20	5,01	4,73	118,66	309
ХКФ-Банк	Ва3/-/BB	HCFBANK-20, subd, step-up	11,31	3,26	94,03	1007
ВымпелКом	Ва3/BB/-	VIMPELCOM-21	6,26	5,17	107,98	421
Промсвязьбанк	Ва3/BB/BB-	PSBANK-19, subd	9,5	4,12	102,89	779
НОМОС-БАНК	Ва3/BB-/BB-	NOMOS-19, subd	9,47	3,8	102,01	790
МКБ	В1/BB-/BB	MCB-18 (8,7%), subd, new	9,6	3,59	96,81	815
Евраз	Ва3/В+/BB-	EVRAZ-20	8,05	4,76	92,84	616
ТКС Банк	В2/-/В+	TCSBANK-18, subd	12,18	3,04	105,61	1093

* рейтинг выпуска может отличаться от рейтинга эмитента – это характерно в первую очередь для субординированных выпусков банков

Рублевые евробонды

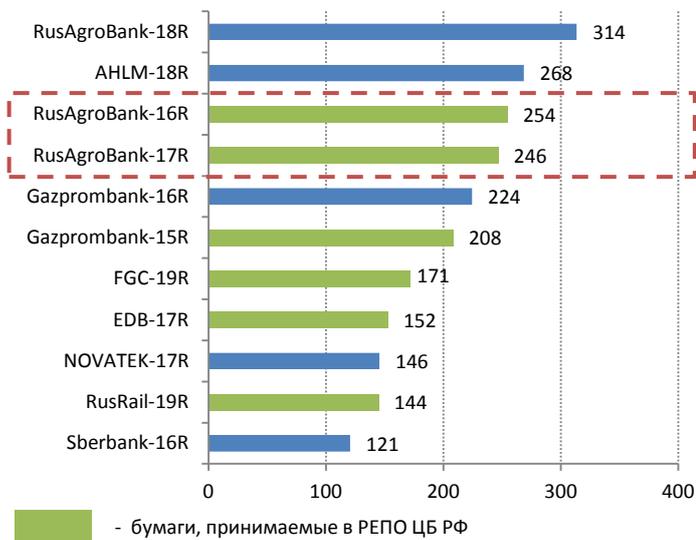
При этом российские банки активно используют рублевые облигации в качестве обеспечения для привлечения ликвидности через аукционы РЕПО ЦБ РФ. В результате в рамках распродаж с начала года рублевые евробонды пострадали существенно более сильно по сравнению с локальными корпоративными выпусками, ликвидность в которых зачастую просто исчезла.

Наиболее пострадавшими евробондами являются выпуски Россельхозбанка (Ваа3/-/BBB-), который в силу своей специализации испытывает проблемы с генерированием прибыли и периодически сталкивается с необходимостью докапитализации со стороны государства. Вместе с тем банку по-прежнему оказывается государственная поддержка - в декабре 2013 г. уставной капитал РСХБ был увеличен на 30 млрд руб.

На текущий момент выпуски RusAgroBank-16R (RSHB 8.7 03/17/16) и 17R (RSHB 8 5/8 02/17/17) торгуются с доходностью 10,7% и 11,0% годовых соответственно, что предполагает премию к кривой ОФЗ в размере 245-255 б.п. Для сравнения, относительно ликвидные годовые выпуски РСХБ 8 и 9 с офертой в мае 2015 г. торгуются с доходностью порядка 9,5% годовых и премией 165 б.п. к ОФЗ, что предполагает дисконт порядка 85 б.п. к евробондовому рынку. Напомним, в мае Россельхозбанк определил ставку 10-11 купонов по облигациям серии 08 и 09 на уровне 10% годовых, что сделало данные выпуски наиболее ликвидными на локальной кривой и привело к переоценке данного сегмента.

В результате, **рекомендуем сохранить в портфеле выпуски РСХБ 08 и 09 (как ликвидный инструмент), максимально сократив позиции в остальных локальных бумагах банка в пользу RusAgroBank-16R/17R** (необходимо учесть, что практическая реализация данной стратегии ограничена ликвидностью локального рынка). Отметим, что данные евробонды наравне с локальными выпусками принимаются в РЕПО ЦБ на единых условиях (начальный дисконт по РЕПО – 12,5%).

G-spread рублевых евробондов инвестиционной категории, б.п.



Источник: Bloomberg, ЦБ РФ, анализ PSB Research (на 02.06.2014)

Спрэд RusAgroBank-16R - РСХБ 8, 9, б.п.



Источник: Bloomberg, анализ PSB Research (на 02.06.2014)

Кредитный взгляд на ключевых эмитентов

ВЭБ (Baa1/BBB-/BBB)

Текущее время не самое благоприятное для Внешэкономбанка. Во-первых, «вызревают» сочинские кредиты: всего госкорпорация выдала олимпийских кредитов на 240 млрд руб., из них на девять проблемных приходится 79%, или 190 млрд руб. при капитале Банка 577 млрд руб. Во-вторых, ситуация на Украине – Fitch оценил риски порядка 74% капитала. Таким образом, в совокупности оба фактора готовы «подъесть» весь капитал госкорпорации. При этом старых проблем также хватает, тянущихся еще с 2008 года – достаточно вспомнить санированные Связь-Банк и Глобэкс. Суммы, необходимые для докапитализации ВЭБа, назывались разные – от 400 млрд руб. до 1,2 трлн руб. Осенью прошлого года в СМИ даже озвучивался вариант о разделении ВЭБа на два института: один – для политически важных госпроектов, под которые деньги дает бюджет, второй – институт развития, привлекающий деньги на рынке. На инвестиционном уровне Внешэкономбанку, на наш взгляд, удастся удерживаться за счет своего статуса «института развития», которому обеспечена поддержка государства, даже если ради этого необходимо вносить изменения в законодательство. В частности, в мае текущего года Правительство РФ одобрило поправки в Бюджетный кодекс, предусматривающие возможность размещать на депозитах Внешэкономбанка до 7% средств Фонда национального благосостояния. Причем предусмотрены и долгосрочные депозиты, которые можно будет включить в капитал. Таким образом планируется пополнить собственные средства Банка на 220 млрд руб. В дальнейшем мы также ожидаем поддержки ВЭБа со стороны акционера.

Что касается еврооблигаций, то отметим, что с середины прошлого года ВЭБ уверенно стал торговаться выше кривой Сбербанка (Baa1-/BBB), причем на «длинном» отрезке кривой спрэда достиг 50 б.п. (перед этим протестировал уровень 120 б.п.), «прижавшись» к кривой ВТБ (Baa2/BBB-/). На наш взгляд, дальнейшее расширение спрэда ограничено кривой ВТБ, рейтинги которого на 1 ступень ниже. С учетом последних позитивных новостей не исключаем некоторого сужения спрэда (до 10-20 б.п.).

Газпром (Baa1/BBB-/BBB)

Газпром с начала эскалации конфликта на Украине стал одной из наиболее волатильных бумаг в секторе. Негативная динамика бондов также поддерживалась рассуждениями о санкциях и переговорами с украинской стороной о погашении долга перед Газпромом. Вместе с тем подписание масштабного контракта с Китаем довольно быстро выровняло ситуацию с бумагами монополии. Тот факт, что детали сделки с Поднебесной не до конца известны, безусловно, создает некие риски для кредитного профиля газовой монополии, также как и масштабный сапех. Вместе с тем, появившаяся в начале июня новость о докапитализации Газпрома в значительной степени снижает риски. Учитывая это, мы считаем, что вряд ли увидим сколь значимое ухудшение кредитного профиля компании в текущем году. Вместе с тем, бумаги, с нашей точки зрения, выглядят довольно дорого, в силу этого мы не ждем самостоятельно апсайда по бумагам Газпрома и рекомендуем держать евробонды компании

ВТБ (Baa2/BBB-/)

Банк крайне негативно отчитался на 1 квартал 2014 года, отразив ухудшение качества кредитного портфеля, а также убытки по портфелю ценных бумаг и операциям с валютой. В результате, прибыль Банка по итогам первых трех месяцев стремится к нулю, что было значительно ниже прогнозов аналитиков. В последующих отчетных периодах давление продолжит оказывать фактор ухудшения качества портфеля (в том числе розничного), в то время как по ценным бумагам и валюте мы увидим улучшение ситуации. Однако мы не видим повода для сужения спрэда к Сбербанку, поскольку он и так сейчас находится на уровнях прошлого года.

Среди выпусков, на которые стоит обратить внимание, отмечаем субординированный заем с погашением в 2022 году, который позволяет получить дополнительные 60-70 б.п. к кривой Банка, а также субординированные выпуски Банка Москвы с погашением в 2015 и 2017 годах, однако последние не входят в Ломбардный список ЦБ.

Лукойл (Baa2/BBB-/BBB)

Мы считаем, что ожидать улучшения показателей стоит лишь ближе к концу года, когда компания начнет получать денежные потоки с проекта «Западная Курна-2». При этом кредитный профиль будет сохраняться стабильным. С учетом этого, а также, что в настоящий момент кривая доходности еврооблигаций расположена довольно низко и котировки бумаг показали довольно внушительный рост, восстановившись к уровням начала года, мы ждем нейтральной динамики.

- Роснефть/ТНК-ВР (Ваа1/ВВВ-/-)** Безусловно, масштабы компании, а так же довольно сильная отчетность за 1 квартал 2014 года, которая свидетельствовала о росте операционного денежного потока на фоне предоплаты с китайской стороны, поддерживают котировки бумаг компании. Более того, запасы средств Роснефти в значительной степени покрывают инвестиционные вложения в этом году. Вместе с тем, компания достаточно активна в части М&А. Мы не исключаем новых приобретений в текущем году, что может вызывать волатильность в бумагах Роснефти. Соотношение Net Debt/EBITDA на уровне 2x в целом довольно высокое для компании с инвестиционным рейтингом. Бумаги Роснефти сейчас торгуются с премией к кривой Газпрома порядка 20-30 б.п., что, по нашему мнению, довольно справедливо. Мы не видим возможностей для самостоятельного движения бумаг Роснефти и ТНК-ВР.
- РСХБ (Ваа3/-/ВВВ-)** То, что Банк находится не в самом устойчивом положении, говорится давно. Отражая практически нулевую прибыль и высокие риски по портфелю, РСХБ постоянно ведет переговоры по пополнению капитала. В апреле текущего года началось обсуждение вливания в капитал в объеме 77 млрд руб. в течение 4 лет за счет бюджетных денег, что, надо отметить, не вполне устраивает Минфин. Основной интригой остается, будут ли продолжаться вливания: без них при списании убытков РСХБ рискует нарушить требования ЦБ к капиталу при соответствующем начислении резервов. В конце апреля В.Путин потребовал «окончательного решения» по судьбе Банка. Напомним, ранее рассматривался вариант разделения Россельхозбанка на два самостоятельных лица: коммерческий банк и государственное агентство по поддержке сельского хозяйства. Звучали и более резкие предложения: РСХБ должен выстраивать отношения со своими заемщиками - сельхозпроизводителями исключительно на коммерческих принципах, а также самостоятельно разбираться с проблемными ссудами, объем которых составляет 150 млрд руб. Вместе с тем, с нашей точки зрения, важно в том числе не переоценивать риски банка, все же он находится в государственной собственности и вероятность поддержки велика. В случае реорганизации компании возникает риск досрочного выкупа бумаг. Принимая во внимание, что даже RSHB-21 вернулся к отметке выше номинала, а некоторые займы торгуются заметно выше уровня номинала, то здесь есть риск для инвесторов резкого падения цены. Мы не видим интересных идей в выпусках Банка сейчас, за исключением рублевых евробондов. Предпосылками для сужения спреда могли бы быть заявления со стороны госструктур о гарантированной поддержке кредитной организации, однако этого пока не происходит.
- Уралкалий (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-)** Кредитное качество Уралкалия в 2013 г. снизилось после выхода компании из СП с БКК, что нарушило баланс на калийном рынке и привело к падению цен на хлоркалий с 400 до 300 долл./тонна (на 25-28% по компании). В итоге, выручка и EBITDA Уралкалия сократились на 16% и 31% соответственно, EBITDA margin снизилась на 10,9 п.п. до 49,2%. Тем не менее, у Уралкалия сохраняется значительный запас прочности по марже за счет одной из низких в отрасли себестоимости, что довольно важно в условиях новой стратегии компании – максимальных объемов отгрузки удобрений потребителям. Вероятно, Уралкалий уже преодолел наиболее стрессовый для себя период разрыва отношений с БКК – цены на хлоркалий нащупывают дно, а компании удается заключать новые крупные контракты на поставку удобрений, наращивая объемы производства. Тем не менее, в 2014 г. мы ждем от Уралкалия умеренного восстановления финансовых показателей и рентабельности, причем это даст возможность компании постепенно снижать уровень долга, который по итогам 2013 г. заметно подрос – метрика Чистый долг/EBITDA достигла 2,5x против 1,0x в 2012 г. При этом рейтинговые агентства (M/S&P/F) не стали понижать кредитные рейтинги Уралкалия (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-), ограничившись изменением прогнозов на Негативный, несмотря на резкое повышение долга, посчитав, что у компании имеются «значительные возможности» для делевериджа. Единственный евробонд Uralkali-18 за последний месяц отыграл фактор геополитики, вернувшись к уровням начала марта, дальнейший рост бумаги ограничен.
- Новатэк (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-)** Последняя отчетность НОВАТЭКа вкупе с новостью о практически полностью законтракованных объемах Ямал СПГ создает довольно уверенный кредитный профиль компании. Отметим, что НОВАТЭК не имеет рисков по поставкам в Европу, аналогичных Газпрому, и в большей степени сфокусирован на российском и китайском рынках. В случае нарастания геополитических рисков, как финансы компании, так и бумаги будут, с нашей точки зрения, больше защищены, в отличие от бумаг Газпрома. Спрэд между бумагами Газпрома и НОВАТЭКа остается широким, даже несмотря на сужение с уровня в 80 б.п. в апреле до 40 б.п. на конец мая. Отметим, что в конце прошлого – начале этого года спрэд составлял порядка 20 б.п. В силу этого мы видим возможность

сокращения спреда и считаем, что у бумаг НОВАТЭКа есть возможность самостоятельного апсайда.

Альфа-Банк (Ba1/BB+/BBB-)

Альфа-Банк обладает крепким финансовым профилем, уверенно отчитавшись за 2013 год. В 2014 году мы отмечаем (по РСБУ) более активное, чем у других эмитентов, начисление просрочки по кредитному портфелю юрлиц. Впрочем, если мы вспомним 2008-2009 годы, Банк отличается действительно характеризуется довольно агрессивным отражением просрочки, однако ситуация также и довольно быстро восстанавливается. Последнее подтверждение рейтинга было от S&P в конце апреля.

Среди выпусков мы отмечаем размещение материнской структуры AVH Financial Ltd на 600 млн евро под 5,5% на 3 года. Хотя рейтинг материнской структуры на 2 ступени ниже Альфа-Банка, однако мы ожидали меньшей премии: для 3-летнего выпуска холдинговой компании Альфа-Банка мы видели справедливый уровень размещения 5-5,2%. Таким образом, за структуру займа инвесторам предложена премия около 50 б.п. На наш взгляд, это обеспечивает возможность апсайда при выходе на вторичный рынок.

Северсталь (Ba1/BB+/BB+)

Последняя отчетность Северстали за 1 кв. 2014 г. отразила позитивные изменения в кредитном профиле - рентабельность EBITDA была на довольно высоком уровне (17,8%) благодаря росту эффективности стального дивизиона из-за низких цен на руду и уголь, хотя цены на сталь также снижались. В дальнейшем устойчивость бизнеса, похоже, вновь будет обеспечена стальным дивизионом за счет дешевого сырья, и компания в дальнейшем сможет удержать финансовые результаты на достигнутых уровнях. Вместе с тем Северсталь постепенно уменьшает долговую нагрузку – размер долга за 3 мес. 2014 г. сократился на 6,5%, до 4,4 млрд долл., метрика Чистый долг/EBITDA снизилась до 1,6х против 1,8х по итогам 2013 г. Позитивные изменения в кредитном профиле Северстали были отмечены действиями Fitch, которое повысило рейтинг компании до «BB+». Что касается информации в СМИ, что Северсталь может продать североамериканские активы Dearborn и Columbus за 1,5 млрд долл., то она пока не получила подтверждения. Тем не менее, возможная сделка будет расцениваться как позитивное событие, поскольку реализовать активы Северсталь, наверняка, сможет по хорошей цене, а средства могут пойти на погашение долга, о чем в СМИ сообщил основной владелец компании А.Мордашов. Кроме того, рентабельность североамериканских активов ниже российских, поэтому их продажа может позитивно отразиться на уровне рентабельности Северстали, тем временем их доля в общей выручки Северстали в 2013 г. составила около 29%, в EBITDA – 12%.

Кривая евробондов Северстали в мае снижалась по всей длине дюрации, вплотную приблизившись к уровням начала марта – до событий в Украине. Тем не менее, выпуски эмитента могут показать самостоятельный апсайд, если сделка по продаже североамериканских активов реализуется. Впрочем, рынок частично уже закладывает в котировки бумаг данное событие.

МТС (Ba2/BB+/BB+)

Кредитный профиль МТС по-прежнему остается одним из надежных среди российских операторов, что подтвердили результаты 1 кв. 2014 г. Компания демонстрирует рост бизнес («+5%» г/г) и высокие значения рентабельности (OIBDA margin 42,5%), несмотря негативные изменения в экономике, причем за счет расширения абонентской базы и увеличения доли высокомаржинальных услуг передачи данных и связанных сервисов. Долговая нагрузка МТС в 1 кв. была довольно комфортной – метрика Чистый долг/OIBDA составила 0,8х, при этом риски рефинансирования краткосрочного долга были низкие. Вместе с тем, менеджмент оператора не исключает возможного влияния на бизнес со стороны ухудшающейся макроэкономической ситуации и последствий политической нестабильности в Украине, но пока не стал пересматривать прогнозы на 2014 г. Впрочем, положение вещей может измениться и нельзя исключать трудностей с бизнесом у МТС в Украине, на который приходится около 11-12% выручки и OIBDA группы. Тем не менее, на наш взгляд, у оператора достаточный запас прочности, чтобы без существенных последствий для кредитного профиля преодолеть возможные сложности.

Евробонды МТС не несут возможности для самостоятельного апсайда, движения возможны вместе с рынком.

ХКФ-Банк (Ba3/-/BB)

Проблемы розничного сегмента добрались и до ХКФ-Банка, отразившего отрицательный финансовый результат в 1 квартале 2014 года, чего не было даже в 2009 году. Причина – начисление резервов из-за конъюнктуры и ужесточение политики ЦБ. При этом в начале года Банк заметно «сбавил» темпы роста бизнеса, пересматривая свою стратегию и, вероятно, снижая давление на капитал. В целом Банк для себя характеризует текущий год как тяжелый и видит

возможное улучшение лишь во втором полугодии 2014 года.

Кроме того, в СМИ появилась информация о возможной продаже ХКФ Банка. Хотя мы рассматриваем вероятность этого события как низкую, тем не менее, если принимать во внимание такой вариант, то покупателем может выступить, на наш взгляд, более крупная организация, что может не понизить, а повысить рейтинги Банка. Выпуск торгуется заметно ниже номинала (94%) с купоном 9,375% и доходностью 11,35% к call-option в апреле 2018 года и YTM 10,66% (величина условная, поскольку предусмотрен step-up по купону). Расширение спреда по выпуску с начала года было заметно выше рынка, что сохраняет возможность самостоятельного апсайда до 100 б.п. по доходности.

ВымпелКом (Ва3/ВВ/-)

Последние финансовые результаты VimpelCom Ltd. за 1 кв. 2014 г. оказались слабыми и ниже ожиданий рынка. Причем понижающая динамика была по всем ключевым бизнес-единицам на фоне ухудшения рыночных условий, в том числе в России и Италии. Давление на результаты также оказала кризисная ситуация в Украине, где выручка и EBITDA подразделения сократились на 7-8%, при этом еще по итогам 2013 г. VimpelCom Ltd. списал 2,09 млрд долл. от обесценения украинских активов (приходится 7-8% выручки и EBITDA группы) из-за возросшего странового риска и ухудшившейся макроэкономики. Долговая нагрузка VimpelCom Ltd. за 1 кв. 2014 г. практически не изменилась, оставаясь довольно высокой – метрика Чистый долг/EBITDA составила 2,4х. Вместе с тем, компания рассчитывает до конца года продать алжирскую Djezzy, получив 4 млрд долл. с учетом дивидендов, что может несколько улучшить ее кредитный профиль – часть средств пойдет на погашение дорогого в обслуживании долга итальянской Wind. За счет сокращения долга VimpelCom Ltd. также может добиться хорошей экономии на процентах – по оценкам менеджмента, порядка 600 млн долл. в год. Хорошей новостью для VimpelCom Ltd. и его итальянской «дочки» стало возобновление переговоров с гонконгской Hutchison Whampoa по объединению бизнеса в Италии, что может усилить рыночные позиции и финансовое положение Wind, впрочем, возможная сделка еще потребует одобрения европейского регулятора.

Евробонды VimpelCom уже отреагировали на новость значительным ростом около фигуры, тем не менее, на фоне других выпусков эмитента по доходности, на наш взгляд, недооцененным считается Vimpel-22.

НОМОС-БАНК (Ва3/ВВ-/ВВ-)

Основные риски у Группы ФК Открытие мы видим в акционерной структуре и проходящих процессах консолидации. Напомним, сейчас в Группу входят НОМОС-БАНК, Ханты-Мансийский Банк, Банк Петрокоммерц и Банк Открытие. В связи с финансовым рычагом у Группы возможна дополнительная нагрузка на НОМОС-БАНК и другие банки Группы. Кроме того, сейчас банки проходят изменение модели бизнеса, что может формировать дополнительные риски по качеству активов. Однако в целом генерируемые финансовые метрики самого НОМОС-БАНКа сейчас отражают существенный шаг в развитии бизнеса. Напомним, стратегия с универсального Банка была изменена на корпоративное подразделение Группы. Причем по итогам 2013 года темпы роста НОМОС-БАНКа составили 47% (РСБУ), в результате чего Эмитент переместился с 11 места по активам на 8 место. Таким образом, можно констатировать, что Банк усилил свои позиции на рынке корпоративного кредитования. При этом они могут быть еще более усилены при консолидации Банка Петрокоммерц.

В целом, бумаги Банка торгуются довольно ровно. С начала года расширение спреда составило 130-140 б.п., что соответствует другим схожим по рейтингам инструментам и обеспечивает движение бумаг «вместе с рынком» - мы пока не видим интересных идей в бумагах НОМОС-БАНКа. Однако в среднесрочной перспективе, после объединения с Банком Петрокоммерц, возможно движение в рейтингах и бумагах Эмитента.

МКБ (В1/ВВ-/ВВ)

В последние годы Банк демонстрирует высокие темпы роста, что позволило ему переместиться с 41 места по активам на 14 позицию за 5 лет. При этом 2013 год не стал исключением: Эмитент продемонстрировал отличные результаты, увеличив кредитный портфель в 1,5 раза до 318 млрд руб., прибыль – в 1,5 раза до 8,9 млрд руб. Впрочем, текущий год по РСБУ начался не столь позитивно – отметим интенсивный рост просрочки по РСБУ по кредитам юрлиц, а также по физлицам. На наш взгляд, риски предшествующего интенсивного роста могут быть отыграны в текущем году, что начнет оказывать давление на показатели кредитной организации. Таким образом, мы не ждем столь же интенсивных темпов роста в текущем году и снижения показателей, но в целом оцениваем профиль Банка как крепкий.

По выпускам МКБ мы не видим существенных предпосылок для самостоятельного апсайда – он ограничивается 20-30 б.п. по доходности.

Евраз (Ваз/В+/ВВ-)

Финансовые результаты Евраз за 2013 г. на фоне слабых цен на металлопродукцию снижались, тем не менее, оказались даже несколько лучше консенсус-прогнозов, в частности по выручке («-2%» г/г) и EBITDA («-10%» г/г). Давление на рентабельность Евраз (в 2013 г. EBITDA margin снизилась до 12,6% на 1,2 п.п.) помимо рыночных факторов могла оказать консолидация Распадской. В дальнейшем улучшения ситуации с рентабельностью компании пока ждать не приходится из-за низких цен в горнорудном и угольном сегментах. Вместе с тем, второй год подряд Евраз фиксирует чистый убыток, который в 2013 г. достиг 572 млн долл. Долговая нагрузка компании была высокой – Чистый долг/EBITDA составило 3,6х, при этом менеджмент ставит цель к 2017 г. достичь цифры 3,0х, отказавшись от регулярных дивидендов, сохранив только возможность спецдивидендов в случае продажи активов. Отметим, что Евраз находится в активной стадии оптимизации активов, распродавая убыточные производственные мощности (в апреле продан чешский завод Vitkovice за 287 млн долл., выставлено на продажу южноафриканское предприятие Highveld Steel and Vanadium – оценивается в 320 млн долл.), что должно оказать поддержку рентабельности бизнеса. В свою очередь, короткий долг Евраз по итогам 2013 г. в размере 1,9 млрд долл. на 85% покрывался денежными средствами на счетах, кроме того, компания планирует синдицированный кредит на 0,5-1,0 млрд долл., которые должны закрыть потребности в рефинансировании на 2014 г.

Евробонды Евраза довольно волатильны и чувствительно могут реагировать на события, связанные с продажей нерентабельных активов или привлечением кредитных средств на рефинансирование. В этом свете у бумаг Евраза имеется шанс на небольшой рост котировок относительно текущих уровней, впрочем, уже близких к докризисным, которые были в начале марта. При этом стоит помнить, что в случае ухудшения конъюнктуры, в том числе из-за геополитики, евробонды Евраза могут выглядеть хуже рынка.

ТКС Банк (В2/-/В+)

В целом по 2013 году ТКС-Банк представил позитивные результаты, отразив рост прибыли и кредитного портфеля. Тем не менее, в начале апреля текущего года Банк отмечал, что 1 квартал 2014 года будет наиболее тяжелым в текущем году, что отразится на стоимости риска. Кроме того, Банк вынужден сокращать темпы роста кредитного портфеля более чем в 2 раза, принимая во внимание ухудшение конъюнктуры. В результате, мы увидим давление на финансовый результат кредитной организации, а также, соответственно, и на капитал.

Среди еврооблигаций Банка наиболее чувствительным может стать субординированный заем с погашением в 2018 году: если субординированные выпуски НОМОС-БАНКА (Ваз/ВВ-/ВВ-) и ХКФ-Банка (Ваз/-/ВВ) показали расширение спредов с начала года около 130 б.п. и 230 б.п. соответственно, то ТКС-Банк – около 90 б.п. Соответственно, на новости о выходе отчетности мы можем увидеть коррекцию в займе. На текущий момент выпуск несколько перекуплен – мы видим возможность коррекции до 30 б.п. в доходности.

Актуальные торговые идеи

Инструмент	Значение закрытия торгов	Уровень входа в позицию	Направление позиции	Целевой уровень	Срок удержания позиции	Дата рекомендации	Реализованная прибыль/убыток
ВАЛЮТЫ И СТАВКИ							
ОФЗ 26215/26208	18,00	24,00	Расширение	40-60	3 мес.	27.05.2014	-25 b.p
IRS5Y-IRS1Y	-61,37	-60,00	Сужение	0,00	3 мес.	14.05.2014	2 b.p.
CCS5Y-CCS1Y	-61,50	-88,00	Сужение	0,00	3 мес.	14.05.2014	0 b.p
ЕВРООБЛИГАЦИИ							
VEB-20	107,25	107,05	лонг	108,2	1 мес.	05.06.2014	0,19%
Sistema-19	104,73	104,56	лонг	105-105,1	2 мес.	04.06.2014	0,16%
Raspadskaya-17	99,53	99,50	лонг	102	2 мес.	05.06.2014	0,03%
NVTK-22	92,77	92,77	лонг	93,2	2 мес.	05.06.2014	0,16%
Gazprom-22	0,00	98,56	шорт	98,1	2 мес.	05.06.2014	-0,41%
RZD-22	0,00	103,30	шорт	102,5	2 мес.	05.06.2014	-0,08%
Koks-16	0,00	92,57	лонг	93,5	2 мес.	05.06.2014	-0,06%
TCS Bank-18 subd	105,85	105,45	шорт	104,5-104,7	1 мес.	27.05.2014	-0,38%
GPB-15 rur	98,28	95,60	лонг	98,5	3 мес.	29.04.2014	2,80%
CBOM-18 subd	96,80	97,58	лонг	98,0-98,2	6 мес.	07.02.2014	-0,80%
BOM-17 subd	100,95	103,43	лонг	104,4-104,6	6 мес.	07.02.2014	-2,40%
ОБЛИГАЦИИ							
Восточ.Экспр.Банк БО-04	95,36	94,60	лонг	97	3 мес.	29.04.2014	0,80%
Татфондбанк БО-06	100,00	98,55	лонг	100	6 мес.	29.04.2014	1,47%
Абсолютбанк БО-03	99,60	98,00	лонг	100	8 мес.	01.04.2014	1,63%
РенКредБО-03	99,65	99,00	лонг	100	4 мес.	01.04.2014	0,66%
РоссКапБ01	99,45	99,00	лонг	100	5 мес.	01.04.2014	0,45%
Сибметинвест 01	100,26	99,80	лонг	100	6 мес.	31.03.2014	0,46%
Сибметинвест 02	100,30	99,75	лонг	100	6 мес.	31.03.2014	0,55%
Кузбассэн.-Фин 01	98,00	94,98	до оферты	100	5 мес.	10.02.2014	3,18%
Кузбассэн.-Фин 02	86,00	81,00	лонг	92-95	6 мес.	25.02.2014	6,17%

Источник: Bloomberg

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашцев KNI@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Директор по исследованиям и аналитике

Роман Османов OsmanovR@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-10

Управляющий по исследованиям и анализу глобальных рынков

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов LoktyukhovEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

Илья Фролов FrolovG@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

Олег Шагов Shagov@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-34

Екатерина Крылова KrylovaEA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

Игорь Нуждин NuzhdinIA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВОГО РЫНКА

Игорь Голубев Golubevia@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-29

Елена Федоткова FedotkovaEV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-16

Алексей Егоров EgorovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

Александр Полютов PolyutovAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

Алина Арбекова ArbekovaAV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-17

Дмитрий Монастыршин Monastyrshin@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

Дмитрий Грицкевич Gritskevich@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ПРОДАЖИ ИНСТРУМЕНТОВ С ФИКСИРОВАННОЙ ДОХОДНОСТЬЮ

Пётр Федосенко FedosenkoPN@psbank.ru +7 (495) 228-33-86

Богдан Круть KrutBV@psbank.ru +7 (495) 228-39-22

Иван Хмелевский Khmelevsky@psbank.ru +7 (495) 411-51-37

Ольга Целинина TselininaOI@psbank.ru +7 (495) 228-33-12

ТОРГОВЛЯ ДОЛГОВЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ И ВАЛЮТОЙ

Юлия Рыбакова Rybakova@psbank.ru +7 (495) 705-90-68

Евгений Жариков Zharikov@psbank.ru +7 (495) 705-90-96

Денис Семеновых SemenovyxDD@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-14

Николай Фролов FrolovN@psbank.ru +7(495) 228-39-23

Борис Холжигитов KholzhigitovBS@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин Skabelin@psbank.ru +7(495) 411-51-34

Иван Заволоснов ZavolosnovIV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-50-54

Александр Сурпин SurpinAM@psbank.ru +7 (495) 228-39-24

Виктория Давитиашвили DavitashviliVM@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков KulakovAD@psbank.ru +7 (495) 411-51-33

Михаил Маркин MarkinMA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Сергей Миленин Milenin@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

Александр Бараночников Baranoch@psbank.ru +7 (495) 228-39-21

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко NaumenkoPA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

Сергей Устиков UstikovSV@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

Александр Орехов OrekhovAA@psbank.ru +7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

Игорь Федосенко FedosenkoIY@psbank.ru +7 (495) 705-97-69

Виталий Туруло TuruloVM@psbank.ru +7 (495) 411-51-39

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.