

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Инвестиционного департамента
+7 (495) 777 10 20, ib@psbank.ru

ГРИЦКЕВИЧ ДМИТРИЙ

Аналитик

gritskevich@psbank.ru

ОФЗ И ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

На денежном рынке однодневные ставки по-прежнему остаются на высоком уровне - индикативная ставка MosPrimeRate o/n находится на отметке 6,5% годовых, т.е. на уровне фиксированной ставки РЕПО ЦБ. Дефицит по чистой ликвидной позиции банковской системы за неделю при этом увеличился на 97 млрд. руб. – до 1,54 трлн. руб. – максимума с конца декабря 2012 г. Объем сделок своп с ЦБ за неделю также увеличился на 64,4 млрд. руб. – до 102,4 млрд. руб.

Сегодня банкам предстоит пройти уплату акцизов и НДС, а завтра – налога на прибыль. Кроме того на этой неделе спрос на рубли будет поддержан завершением отчетного периода (месяца). В этом ключе не ожидаем улучшения ситуации на денежном рынке до конца недели.

На рынке госбумаг на прошлой неделе наблюдались достаточно активные продажи со стороны нерезидентов после заявлений главы ФРС Б.Бернанке о возможном сокращении объемов ежемесячного выкупа UST и MBS с рынка во II п/г 2013 г. В результате по итогам недели доходности длинных выпусков рублевых госбумаг выросли на 26-28 б.п. – до 7,22% и 7,27% годовых по ОФЗ 26207 и ОФЗ 26212 соответственно. Напомним также, что Росстат на неделе сообщил об ускорении годовой инфляции на 20 мая до 7,3%, в результате чего длинные ОФЗ по доходности перекотировались ближе к уровню текущей инфляции.

Заявления ФРС вносят существенную неопределенность на рынок, чего так не любят глобальные инвесторы. Вместе с тем текущие факты, на наш взгляд, пока не позволяют ожидать глубокой коррекции. Что касается внутренних факторов инфляции, то по-прежнему ожидаем ее замедления в ближайшие месяцы (вероятно, пик или уже пройден, или будет пройден в июне). В результате доходность ОФЗ 26207 и ОФЗ 26212 выше 7,3% годовых будет находиться на положительной территории в терминах реальной доходности.

Что касается планов ФРС, то речи о начале цикла повышения ставок не идет, а замедляющаяся инфляция в США с существенной долей вероятности позволит продолжить скупку активов даже после возможной небольшой корректировке объемов. В результате при умеренно-негативном сценарии доходность долгосрочных ОФЗ, вряд ли, превысит уровень 7,5% годовых по доходности.

В этом ключе, мы продолжаем следить за макростатистикой в поисках реферной точки для входа в «длину» в диапазоне доходности 7,3%-7,5% годовых, которая вполне может появиться уже во второй половине июня.

КОРПОРАТИВНЫЕ РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

На фоне коррекции на рынке ОФЗ активность инвесторов в корпоративных бумагах несколько снизилась при расширившихся спредах bid/offer. Вместе с тем ломбардные бумаги консервативной дюрации, как основной источник привлечения ликвидности в ЦБ, продолжают пользоваться спросом на рынке.

Отметим, что рост кривой госбумаг «благоприятно» повлиял на первичный рынок, где инвесторы начали требовать премии к вторичному рынку. Данный факт позволяет несколько расширить круг инвестиционных идей на рынке.

Так, **Абсолют Банк (ВаЗ/–/ВВ+)** в пятницу закрыл книгу заявок инвесторов на приобретение биржевых облигаций серии БО-03 на 3 млрд. рублей при номинальном объеме выпуска в 5 млрд. рублей. Ориентир ставки 1-го купона был установлен в размере 9,25-9,50% (УТР 9,46-9,72%) годовых к 1,5-летней оферте. В результате книга была закрыта по нижней границе прайсинга с купоном 9,25% годовых при премии к ОФЗ в размере 350 б.п. Напомним, наиболее ликвидный выпуск Абсолют Банк, БО-02 с дюрацией 0,85 года по биду дает порядка 320 б.п. премии к ОФЗ. На 1,5-летней дюрации среди облигаций банков II эшелона отметим выпуск Русский Стандарт, БО-03 (ВаЗ/В+/В+), который торгуется с премией к кривой госбумаг также на уровне 320 б.п. В результате, новый выпуск Абсолют Банка предлагает премию к рынку на уровне 30 б.п. Учитывая возросшие рыночные риски, данная премия выглядит относительно скромно, вместе с тем, учитывая текущую рыночную конъюнктуру, вряд ли стоит рассчитывать на большую премию по бондам II эшелона. В этом ключе мы включаем бумагу в наш модельный портфель с рекомендацией «покупать».

На этой неделе обратим внимание на закрытие книги **ДВМП (–/ВВ-/В+)**, который планирует 29-30 мая принимать заявки инвесторов на приобретение биржевых облигаций серии БО-01 объемом 3 млрд. руб. при ориентире ставки 1-го купона 10,5-11,0% (УТМ 10,76-11,3%) годовых к погашению. Отметим, что на долгом рынке бонды Трансконтейнера (ВаЗ/–/ВВ+) и НМТП (ВаЗ/ВВ/–) на дюрации 1,2-1,8 года торгуются с премией к кривой госбумаг в диапазоне 230-250 б.п., выпуски НПК (В1/–/–) с дюрацией 1,7 года дают около 280-290 б.п. премии к ОФЗ. Прайсинга нового 3-летнего выпуска ДВМП предполагает премию к кривой ОФЗ на уровне 460-515 б.п. или порядка 170-225 б.п. к экстраполированной кривой НПК. На наш взгляд, справедливый уровень премии между кривыми за более длинную дюрацию выпуска ДВМП и долговую нагрузку эмитента составляет не более 50-70 б.п., в результате чего участие в выпуске ДВМП, БО-01 может быть интересно с доходностью от 9,5-9,7% годовых.

Государственные рублевые облигации

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
ОФЗ 25079	накапливать	Baa1/BBB/BBB	684	102.05	6.00	4
ОФЗ 25075	накапливать	Baa1/BBB/BBB	727	101.98	5.97	0
ОФЗ 46017	накапливать	Baa1/BBB/BBB	910	100.71	6.13	11

Региональные и муниципальные органы власти (РиМОВ)

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
Костромская обл., 34006	покупка	—/—/В+	492	101.75	8.47	251
Хакасия, 34002	покупка	—/—/BB	511	101.70	8.21	225
Марий Эл, 34006	покупка	—/—/BB	525	101.03	8.50	253
Вологодская обл., 34003	покупка	Ba3/—/—	782	103.50	8.50	243
ЮУ КЖСИ, 01	покупка	—/—/BB+	880	100.33	9.95	385
Тверская обл., 34008	покупка	—/В+/—	885	102.00	9.36	325

Корпоративные облигации (BB)

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
Центр-инвест, БО-03, БО-06	покупка	Ba3/—/—	463	100.75	9.86	394
Абсолют Банк, БО-03	покупка	Ba3/—/BB+	523	100.00	9.46	351
Русский Стандарт, БО-04	покупка	Ba3/В+/В+	595	101.25	9.41	343
Вертолеты России, 01, 02	держать	Ba2/—/BB	995	100.00	8.42	227

Корпоративные облигации (B)

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
Татфондбанк, БО-07	покупка	B3/—/—	249	101.23	11.15	528
УБРиР, БО-02	покупка	—/В/—	320	100.88	10.34	444
Восточный Экспресс, БО-10	покупка	B1/—/—	521	103.11	10.06	409
Запсибкомбанк, БО-03	покупка	—/В+/—	587	101.90	10.54	455
Мираторг Финанс, БО-03	покупка	—/—/В	927	100.15	11.49	537

Высокодоходные бумаги

Бумага	Рекомендация	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спрэд к ОФЗ
ТГК-2, БО-01	покупка	—/—/—	117	92.58	38.26	3 243
Мечел, 15, 16	накапливать	B3/—/—	263	95.60	15.23	935

Двусторонние позиции по корпоративным облигациям

Бумага	Рейтинг	DUR, дней	Price mid, %	YTW mid, %
ТКС Банк-18 (s)	B2/—/В+	1 354	114.50	10.3
Currency swap 1Y			32.64	5.9
Обеспечительный депозит по свопу (≈27% от сделки)				10.0
Прибыль при продаже ТКС-18 через год по текущей цене				16.4

ВЫПЛАТЫ КУПОНОВ

Дата	Сумма	Единица измерения
27 мая 2013 г.	61.53	млн. руб.
▶ Томская область, 34037	8.68	млн. руб.
▶ ТрансФин-М, БО-07	21.19	млн. руб.
▶ ВТБ Капитал Финанс, 02	0.50	млн. руб.
▶ Медведь-Финанс, 02	31.16	млн. руб.
28 мая 2013 г.	1 477.71	млн. руб.
▶ ТКС Банк, БО-02	123.41	млн. руб.
▶ Меткомбанк, 01	42.18	млн. руб.
▶ СКБ-банк, БО-03	142.11	млн. руб.
▶ Акрон, 05	148.65	млн. руб.
▶ Акрон, 04	148.65	млн. руб.
▶ ТрансФин-М, 17	48.37	млн. руб.
▶ СМП Банк, 01	149.58	млн. руб.
▶ ЮТэйр-Финанс, БО-08	37.40	млн. руб.
▶ ЮТэйр-Финанс, БО-16	21.72	млн. руб.
▶ КИТ Финанс Капитал, 03	43.88	млн. руб.
▶ ВТБ 24 (ЗАО), 3-ИП, класс А	78.92	млн. руб.
▶ ВТБ 24 (ЗАО), 3-ИП, класс Б	13.16	млн. руб.
▶ Ипотечный агент ВТБ24 – 1, А	319.48	млн. руб.
▶ ЧТПЗ, БО-03	99.75	млн. руб.
▶ ЧТПЗ, БО-02	29.92	млн. руб.
▶ ЧТПЗ, БО-04	30.54	млн. руб.

Дата	Сумма	Единица измерения
29 мая 2013 г.	4 158.11	млн. руб.
▶ Россия, 25071	3 231.20	млн. руб.
▶ Трансгазсервис, 01	123.42	млн. руб.
▶ Райффайзенбанк, БО-07	187.00	млн. руб.
▶ ВТБ 24 (ЗАО), 03	239.34	млн. руб.
▶ Кокс, БО-02	216.90	млн. руб.
▶ Волгоград, 34006	24.11	млн. руб.
▶ ИФК РФА-Инвест, 03	65.82	млн. руб.
▶ ХКФ Банк, БО-02	70.32	млн. руб.

ПЛАНИРУЕМЫЕ ВЫПУСКИ ОБЛИГАЦИИ

Дата	Сумма	Единица измерения
28 мая 2013 г.	6.00	млрд. руб.
▶ Абсолют Банк, БО-03	3.00	млрд. руб.
▶ ТКС Банк, БО-12	3.00	млрд. руб.
03 июня 2013 г.	1.50	млрд. руб.
▶ Завод Арсенал, 04	1.50	млрд. руб.
04 июня 2013 г.	3.00	млрд. руб.
▶ ДВМП, БО-01	3.00	млрд. руб.
05 июня 2013 г.	5.00	млрд. руб.
▶ Банк ЗЕНИТ, 09	5.00	млрд. руб.
07 июня 2013 г.	4.50	млрд. руб.
▶ Альфа Укрфинанс, 01	3.00	млрд. руб.
▶ Чувашия, 34010	1.50	млрд. руб.
14 июня 2013 г.	2.00	млрд. руб.
▶ Связной Банк, БО-01	2.00	млрд. руб.
20 июня 2013 г.	3.00	млрд. руб.
▶ Банк МБА-МОСКВА, 01	3.00	млрд. руб.
июнь 2013 г.	45.20	млрд. руб.
▶ Совкомбанк, 02	2.00	млрд. руб.
▶ Москва, 67	40.00	млрд. руб.
▶ Life Consumer Finance B.V., 01 (ABS)	3.20	млрд. руб.

ПОГАШЕНИЯ И ОФЕРТЫ

Дата	Сумма	Единица измерения
28 мая 2013 г.	3.00	млрд. руб.
▶ РК Казначей, 01	Оферта	3.00 млрд. руб.
29 мая 2013 г.	11.00	млрд. руб.
▶ Банк Зенит, БО-06	Оферта	5.00 млрд. руб.
▶ ВТБ 24 (ЗАО), 03	Погашение	6.00 млрд. руб.
31 мая 2013 г.	6.60	млрд. руб.
▶ СКБ-банк, БО-03	Оферта	3.00 млрд. руб.
▶ НОВИКОМБАНК, 01	Оферта	2.00 млрд. руб.
▶ ОМЗ, 06	Погашение	1.60 млрд. руб.
03 июня 2013 г.	10.72	млрд. руб.
▶ ЮТэйр-Финанс, БО-16	Оферта	1.00 млрд. руб.
▶ Москва, 61	Погашение	9.37 млрд. руб.
▶ РИАТО, 01	Погашение	0.36 млрд. руб.
04 июня 2013 г.	9.10	млрд. руб.
▶ РегионЭнергоИнвест, 01	Оферта	1.20 млрд. руб.
▶ СпецСтройФинанс, 01	Оферта	1.20 млрд. руб.
▶ Энергоспецснаб, 01	Оферта	1.20 млрд. руб.
▶ Чувашия, 34007	Погашение	0.50 млрд. руб.
▶ Банк Зенит, 05	Погашение	5.00 млрд. руб.

Дата	Сумма	Единица измерения
05 июня 2013 г.	2.38	млрд. руб.
▶ Липецкая область, 34006	Погашение	0.38 млрд. руб.
▶ СКБ-банк, БО-04	Погашение	2.00 млрд. руб.

Дата	Сумма	Единица измерения
07 июня 2013 г.	0.02	млрд. руб.
▶ Трудовое, 01	Оферта	0.02 млрд. руб.

Дата	Сумма	Единица измерения
11 июня 2013 г.	9.75	млрд. руб.
▶ Альфа-Банк, 02	Оферта	5.00 млрд. руб.
▶ Московская область, 34008	Погашение	4.75 млрд. руб.

Дата	Сумма	Единица измерения
12 июня 2013 г.	15.00	млрд. руб.
▶ Москоммерцбанк, 03	Погашение	5.00 млрд. руб.
▶ Ханты-Мансийский банк, 02	Погашение	3.00 млрд. руб.
▶ ТВЗ, БО-01	Погашение	2.00 млрд. руб.
▶ Мечел, 02	Погашение	5.00 млрд. руб.

Дата	Сумма	Единица измерения
14 июня 2013 г.	10.00	млрд. руб.
▶ Россельхозбанк, 07	Оферта	5.00 млрд. руб.
▶ НОМОС-БАНК, 09	Погашение	5.00 млрд. руб.

Дата	Сумма	Единица измерения
17 июня 2013 г.	5.00	млрд. руб.
▶ Промсвязьбанк, 06	Погашение	5.00 млрд. руб.



27 мая 2013 г.

- 10:45 Франция: Индекс потребительского доверия
- США: Национальный праздник

28 мая 2013 г.

- 16:30 США: Индекс деловой активности ФРБ Чикаго
- 17:00 США: Индексы цен на жилье S&P/Case-Shiller
- 18:00 США: Индекс потребительского доверия
- 18:00 США: Индексы деловой активности ФРБ Ричмонда

29 мая 2013 г.

- 03:50 Япония: Розничные продажи
- 11:55 Германия: Уровень безработицы
- 12:00 Еврозона: Денежно-кредитная статистика
- 12:00 Италия: Индекс делового доверия
- 14:00 Великобритания: Индекс изменения объема розничных продаж СВИ
- 15:00 США: Индексы ипотечного рынка
- 16:00 Германия: Индекс потребительских цен
- 16:55 США: Индекс продаж крупнейших розничных сетей
- 18:00 Канада: Ключевая ставка Банка Канады

30 мая 2013 г.

- 12:00 Италия: Индекс цен производителей, м/м
- 13:00 Еврозона: Индекс делового климата
- 13:00 Еврозона: Индекс инфляционных ожиданий потребителей
- 13:00 Еврозона: Индекс ожиданий потребителей
- 13:00 Еврозона: Индекс экономических ожиданий
- 13:00 Еврозона: Индекс ожиданий в сфере промышленности
- 13:00 Еврозона: Индекс ожидаемых отпускных цен
- 13:00 Еврозона: Индекс ожиданий в сфере услуг
- 16:30 США: ВВП
- 16:30 США: Количество обращений за пособиями по безработице
- 18:00 США: Незавершенные продажи на рынке жилья

31 мая 2013 г.

- 03:30 Япония: Уровень безработицы
- 03:50 Япония: Промышленное производство
- 10:00 Германия: Розничные продажи
- 10:45 Франция: Потребительские расходы
- 12:00 Италия: Уровень безработицы
- 12:30 Великобритания: Денежно-кредитная статистика
- 13:00 Еврозона: Индекс потребительских цен
- 13:00 Еврозона: Уровень безработицы
- 16:30 Канада: ВВП
- 16:30 США: Ценовые индексы потребления
- 16:30 США: Личные расходы/доходы
- 17:00 США: Индекс цен на жилье
- 17:45 США: Чикагский индекс деловой активности
- 17:55 США: Мичиганский индекс потребительского доверия

Инвестиционный департамент

т.: 8 (800) 700-9-777 (звонок из регионов РФ бесплатный);
 +7 (495) 733-96-29
 факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-37
 e-mail: ib@psbank.ru

ОАО «Промсвязьбанк»
 109052, Москва, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22

Руководство

Зибарев Денис Александрович zibarev@psbank.ru	Вице-президент— Директор департамента	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-77
Тулинов Денис Валентинович tulinov@psbank.ru	Руководитель департамента	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-38
Миленин Сергей Владимирович milenin@psbank.ru	Заместитель руководителя департамента	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-94
Субботина Мария Александровна subbotina@psbank.ru	Заместитель руководителя департамента	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-33

Аналитическое управление

Грицкевич Дмитрий Александрович gritskevich@psbank.ru	Рынок облигаций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-14
Монастыршин Дмитрий Владимирович monastyrshin@psbank.ru	Рынок облигаций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-10
Шагов Олег Борисович shagov@psbank.ru	Рынки акций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-34
Гусев Владимир Павлович gusevvp@psbank.ru	Рынки акций	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-83
Захаров Антон Александрович zakharov@psbank.ru	Валютные и товарные рынки	+7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-75

Управление торговли и продаж

Круть Богдан Владимирович krutbv@psbank.ru	Синдикация и продажи	ICQ 311-833-662	Прямой: +7 (495) 228-39-22 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-20-13
Хмелевский Иван Александрович khmelevsky@psbank.ru	Синдикация и продажи	ICQ 595-431-942	Прямой: +7 (495) 411-5137 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-18
Федосенко Петр Николаевич fedosenkopn@psbank.ru	Синдикация и продажи	ICQ 639-229-349	Моб.: +7 (916) 622-13-70 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-20-92
Целинина Ольга Игоревна tseliniinaoi@psbank.ru	Синдикация и продажи	ICQ 634-915-314	Моб.: +7 (917) 525-88-43 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-49-55
Воложев Андрей Анатольевич volozhev@psbank.ru	Начальник отдела торговых операций	ICQ 479-915-342	Прямой: +7 (495) 705-90-96 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-58
Павленко Анатолий Юрьевич apavlenko@psbank.ru	Старший трейдер	ICQ 329-060-072	Прямой: +7 (495) 705-90-69 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-23
Рыбакова Юлия Викторовна rybakova@psbank.ru	Старший трейдер	ICQ 119-770-099	Прямой: +7 (495) 705-90-68 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-41
Жариков Евгений Юрьевич zharikov@psbank.ru	Трейдер		Прямой: +7 (495) 705-90-96 +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-35
Семеновых Денис Дмитриевич semenovykhdd@psbank.ru	Трейдер		Моб.: +7 (903) 245-60-33 +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-14

Управление по работе с неэмиссионными долговыми обязательствами

Бараночников Александр Сергеевич baranoch@psbank.ru	Операции с векселями		Прямой: +7 (495) 228-39-21 или +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-96
---	----------------------	--	--

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.