

ИЗБИРАТЕЛЬНЫЙ ПОДХОД

Рублевые облигации для институциональных инвесторов

“Вы можете получить “Форд-Т” любого цвета, при условии, что этот цвет будет черным”

Генри Форд

Российский рынок облигаций помимо традиционной классификации в разрезах секторов экономики и кредитного качества можно разделить по классам инвесторов, которым могут быть особенно интересны облигации, отвечающие определенным требованиям.

С одной стороны, это позволит лучше понимать процессы, происходящие на рынке, к примеру, прогнозировать, какие бумаги могут вырасти в случае активизации того или иного класса инвесторов. С другой стороны, это позволит сформулировать более адресные инвестиционные идеи для формирования портфелей отдельных классов инвесторов.

Целью исследования является анализ структуры российского облигационного рынка в разрезе классов инвесторов и ограничений на активы, в которые они могут вкладывать средства, а также формулирование инвестиционных идей для различных классов инвесторов.

Выводы

- На инвесторов с законодательными ограничениями на структуру и состав активов приходится значительная (более 80%) часть номинального объема рынка рублевых инструментов.
- По нашим оценкам, тестирование обращающихся бумаг на удовлетворение законодательным требованиям, требованиям по ликвидности и принадлежности к списку РЕПО с ЦБ сужает объем доступного рынка корпоративных и субфедеральных/муниципальных бумаг в три и более раза по сравнению с его номинальным объемом. В связи с этим получение обращающимися либо новыми бумагами одного или нескольких указанных атрибутов будет способствовать существенному повышению интереса инвесторов к облигациям.
- Для крупнейшего (55% рынка) сегмента инвесторов – банков – главными критериями привлекательности служат ликвидность и возможность репо с ЦБ, также желателен рейтинг не ниже В от одного из агентств “большой тройки”. При этом только фильтр ликвидности сокращает в 2-4 раза объем потенциально интересных бумаг.
- Другой крупный сегмент инвесторов с ограничениями – пенсионные фонды. Здесь основными ограничениями для пенсионных накоплений (2/3 пенсионных активов) является наличие рейтинга \geq ВВ- или включение бумаг в список А1. Для накоплений под управлением ВЭБа рейтинговый критерий еще жестче: \geq ВВ+.
- Что же касается страховых компаний, то, несмотря на то, что пока их резервы занимают относительно небольшую долю рынка, им приходится конкурировать за качественные бумаги как с банками (страховым резервам также нужна ликвидность), так и с пенсионными деньгами (для страховых резервов также есть ограничения \geq ВВ- или А1). Кроме того, с учетом повышенных доходностей на рынке в текущий момент мы можем стать свидетелями трансформации части депозитов в активах страховщиков в облигации.
- Наиболее “лакомым” сегментом рынка с учетом текущих ограничений мы считаем ликвидные бумаги из списка А1 либо с рейтингом \geq ВВ-. Особую актуальность это приобретает с учетом высокого уровня ликвидности в банковской системе и растущего потока средств в пенсионные фонды и страховые компании. При этом для разных категорий инвесторов эти атрибуты будут иметь разный приоритет.
- С учетом отсутствия законодательных ограничений на вложения в ОФЗ, логично выглядит рост интереса к сектору со стороны всех участников. Вследствие возможного роста волатильности рынка после открытия моста с международными клиринговыми агентствами, а также возможности хеджирования рисков пенсионных резервов мы прогнозируем рост ликвидности фьючерсного рынка ОФЗ.

Рекомендации

Несмотря на узость рынка, доступного для инвесторов с ограничениями, мы видим ряд интересных инвестиционных идей, которые мы выделяем в *таблице 2*. Кредитные комментарии см. в разделе "Что выбрать?".

Для удобства анализа мы приводим основные ограничения и предпочтения институциональных инвесторов в отношении облигаций.

Таблица 1. Фильтр активов для разных групп инвесторов

| | Ограничения и предпочтения | | | |
|-------------------------|----------------------------|---------|--------|---------|
| | Ликвид. | Рейтинг | Список | РЕПО ЦБ |
| 1. Банки | ✓ | ≥ B | | ✓ |
| 2. ВЭБ | | ≥ BB+ | | |
| 3. НПФ и УК | ✓ | ≥ BB- | или A1 | |
| 4. Страховые компании | ✓ | ≥ BB- | или A1 | |
| 5. Инвестиционные фонды | ✓ | | | ✓ |

Источники: законодательные акты, оценка Атона

С учетом последних негативных событий на фондовом рынке и смещения кривых доходностей вверх мы выделили ряд рекомендаций для институциональных инвесторов (см. ниже). В сложившихся условиях фокус сделан на бумагах с высоким кредитным качеством, которые при негативном движении рынка можно сохранять в портфелях длительное время.

Таблица 2. Список рекомендаций

| Выпуск | В обращении (млн руб.) | Оборот / объем в обращении | Цена | Дох-ть (% годовых) | Дюрация (лет) | Список | Рейтинги (M/S/F) | РЕПО с ЦБ | Целевая аудитория | Тип рекомендации |
|-------------------|------------------------|----------------------------|---------|--------------------|---------------|--------|------------------|-----------|--|-------------------------|
| Мосэнерго-3 | 5 000 | 0,788 | 104,01 | 6,96 | 1,23 | A1 | -/BB/- | да | Банки, НПФ и УК, Страх., Инв. фонды | "гавань" |
| ТГК1-2 | 5 000 | 0,550 | 98,52 | 7,64 | 1,78 | A2 | -/-/- | нет | Инв. фонды | "гавань" |
| Черкизово-3бо | 3 000 | 0,184 | 99,00 | 8,94 | 2,02 | A2 | B2/-/- | нет | Банки, Инв. фонды | кредитная история |
| Атомэнергопром-6 | 10 000 | 0,452 | 99,85 | 7,56 | 2,78 | B | -/BBB/- | да | Банки, Страх., Инв. фонды | покупать на «просадках» |
| ВодоканалФинанс | 2 000 | 0,550 | 102,15 | 8,37 | 3,67 | Внесп. | Baa2/-/- | да | Банки, ГУК, НПФ и УК, Страх., Инв. фонды | кредитная история |
| РусГидро-1 и 2 | 10 000 | 1,865 | 100,38 | 8,04 | 3,89 | A1 | Ba1/BB+/BB+ | да | Банки, ГУК, НПФ и УК, Страх., Инв. фонды | покупать на «просадках» |
| Московская обл-7 | 16 000 | 1,644 | 99,20 | 8,51 | 2,37 | A1 | B1/-/- | да | Банки, НПФ и УК, Страх., Инв. фонды | кредитная история |
| Московская обл-8 | 12 350 | 0,077 | 100,50 | 8,71 | 1,13 | Внесп. | B1/-/- | да | Банки, Инв. фонды | кредитная история |
| Республика Коми-7 | 1 000 | 0,136 | 99,85 | 8,24 | 1,63 | A1 | Ba2/-/- | да | Банки, НПФ и УК, Страх., Инв. фонды | "гавань" |
| Тверская обл-6 | 3 000 | 0,109 | 106,997 | 8,97 | 1,80 | Внесп. | -/B+/- | да | Банки, Инв. фонды | кредитная история |
| Якутия-01 | 2 000 | 0,194 | 100 | 8,18 | 0,84 | A1 | -/BB-/BB | да | Банки, НПФ и УК, Страх., Инв. фонды | "гавань" |
| Почта России | 7 000 | 1,787 | 100,52 | 8,16 | 2,31 | Внесп. | -/-/- | нет | Банки, Инв. фонды | кредитная история |

Источники: ММВБ, ЦБ РФ, CBonds, оценка Атона

Таблица 3. Структура держателей

| Источник | Млрд руб. | Доля |
|------------------------|--------------|------------|
| Страховые компании | 189 | 3% |
| Средства ПИФ/АИФ | 154 | 2% |
| НПФ и УК | 277 | 4% |
| ВЭБ (пенс. накопления) | 944 | 15% |
| Портфель банков | 3 421 | 55% |
| Итого | 4 985 | 80% |

Сектор рынка

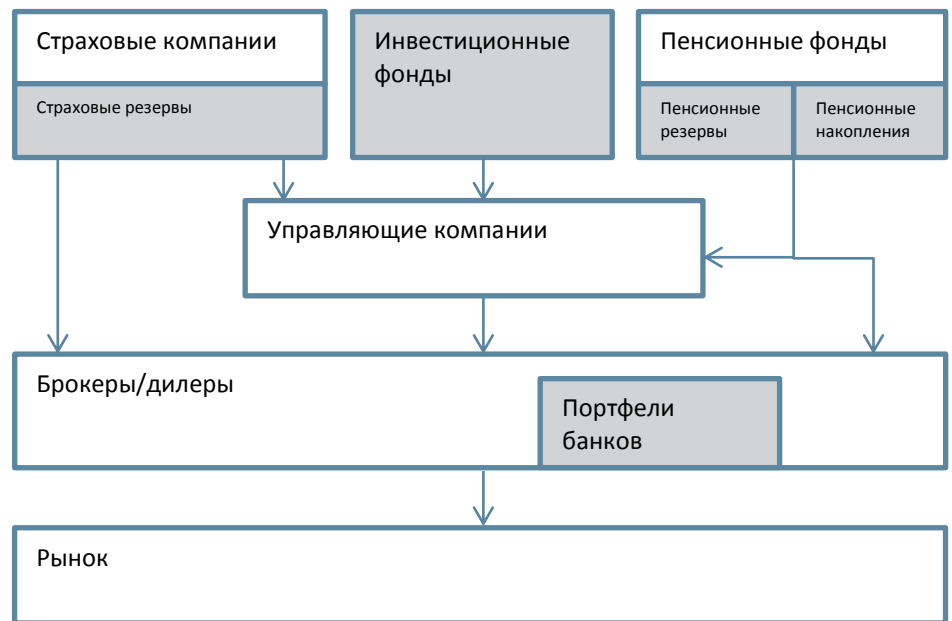
| | | |
|-------------------|--------------|-------------|
| ОФЗ | 2 482 | 40% |
| Корп. сектор | 3 317 | 53% |
| Субфед / муницип. | 445 | 7% |
| Рынок | 6 243 | 100% |

Источники: ПФР, ФССН, Cbonds, ЦБ РФ, Investfunds.ru, оценка Атона

Классификация институциональных инвесторов

Особенностью российского рынка облигаций является то, что он практически полностью сосредоточен на торговой площадке Фондовой биржи ММВБ. Участниками данного рынка являются включенные в состав участников торгов обладатели брокерской и/или дилерской лицензии. Это кредитные организации и инвестиционные компании. На данном уровне нас интересуют кредитные организации, управляющие собственными портфелями ценных бумаг. Следующий уровень участников рынка (главным образом, управляющие компании) работает через указанных брокеров.

Институциональные инвесторы, чьи интересы на рынке представлены через управляющие компании и брокеров, - это государственные и негосударственные пенсионные фонды (пенсионные резервы и накопления), инвестиционные фонды (паевые и акционерные), а также страховые компании (страховые резервы).

Схема 1. Основные участники российского рынка облигаций

Источник: Атон

Большинство институциональных инвесторов имеет законодательные ограничения по активам для инвестирования, поэтому, помимо ожиданий по уровню ставок и развития кредитного качества эмитентов, институциональным инвесторам приходится учитывать указанные ограничения. Кроме того, ряду инвесторов необходимо иметь в виду так называемые ограничения “комфорта”. Под “комфортом” мы понимаем возможность привлекать под бумаги ликвидность (РЕПО с ЦБ) и саму по себе ликвидность инструмента.

На институциональных инвесторов приходится 80% номинального объема рынка.

Банки

Крупнейшими держателями облигаций являются банки (*таблица 3*), на долю которых приходится 55% рынка. Причем эта доля растет в основном за счет увеличения инвестиций в ОФЗ, в то время как в секторе корпоративных инструментов она стабильна, а в секторе субфедеральных бумаг снижается.

Ключевое значение для банков имеют ликвидность облигаций и возможность использования в качестве залога для сделок репо, в первую очередь, с Банком России.

Потенциальный спрос банков на инструменты долгового рынка ограничивается нормами резервирования. С октября 2011 г. вступают в силу поправки в инструкцию 110-И ЦБ РФ, в соответствии с которой бумаги эмитентов с рейтингом ниже В взвешиваются по риску с коэффициентом 1,5 против 1 в настоящее время (подробнее см. обзор “Изменения в банковском регулировании: пора соблюдать правила, если нет другого выбора” от 22 августа 2011 г.).

С учетом фильтра ликвидности (оборот за три месяца/объем выпуска больше 0,3) доступный объем рынка значительно сокращается – для корпоративных облигаций более чем в 2, а для муниципальных в 4 раза. При этом значение 0,3 для индекса ликвидности мы считаем умеренным, так как при применении ограничения в 0,5 (за три месяца оборот составляет половину выпуска) доступный рынок сжимается еще сильнее (в 4 и 11 раз соответственно). Если мы применим рейтинговый фильтр ($\geq B$) и фильтр возможности РЕПО в ЦБ к ликвидным бумагам, то “глубина” доступного рынка для банков сокращается до 39% в корпоративном и 23% в муниципальном секторах (*таблица 5*). В итоге, по нашему мнению, наибольший интерес для банковских портфелей представляют облигации, обладающие следующими характеристиками:

- довольно высокая ликвидность;
- возможность репо в ЦБ;
- рейтинг не ниже В хотя бы от одного агентства “большой тройки”.

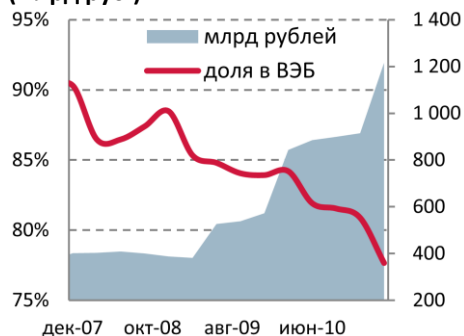
По нашим оценкам объем рынка, интересного для банков, составляет чуть более 1 трлн руб. в корпоративном и 90 млрд руб. в субфедеральном секторах, что составляет 32% и 20% от номинального объема секторов соответственно. Объем вложений банков в облигации составляет 3,4 трлн руб. (включая вложения в ОФЗ). С учетом высокого уровня совокупной ликвидности банковской системы спрос на качественные ликвидные облигации с возможностью репо сохранится, возможна диверсификация вложений за счет ОФЗ.

Пенсионные фонды

Пенсионные фонды представляют собой второй по величине сегмент институциональных инвесторов. Источник средств – накопительная часть пенсии, которая подразделяется на пенсионные резервы (средства, формируемые за счет взносов в НПФ по договорам добровольного пенсионного страхования) и пенсионные накопления (взносы по обязательному пенсионному страхованию). Пенсионные накопления подразделяются на переданные под управление НПФ и оставленные в Пенсионном фонде России (ПФР). Пенсионные накопления ПФР могут управляться как государственной управляющей компанией (ВЭБ), так и частными управляющими компаниями.

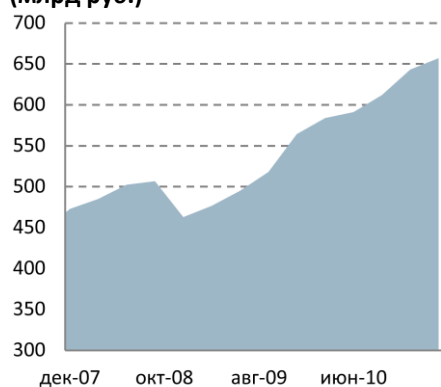
Пенсионных накоплений в два раза больше, чем пенсионных резервов и порядка 80% накоплений находятся в государственной управляющей компании (ГУК) ВЭБ. Заметим, что в последние годы на фоне роста объема накоплений наблюдается неуклонное снижение доли ВЭБа в пользу НПФ и частных управляющих компаний, однако “вес” ГУК в объеме пенсионных накоплений все еще существенный.

График 1. Пенсионные накопления (млрд руб.)



Источники: ПФР, ВЭБ, investfunds.ru

График 2. Пенсионные резервы (млрд руб.)



Источник: investfunds.ru

График 3. Держатели ОФЗ, %



Источник: Минфин

Таблица 4. Баланс и потоки НПФ и страховщиков

| НПФ (млрд руб.) | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| Облигации | 183 | 240 | 253 |
| Акции | 147 | 166 | 273 |
| Паи | 111 | 130 | 151 |
| Ден. средства и депозиты | 98 | 155 | 192 |
| Займы | 0 | 0 | 0 |
| Прочее | 39 | 50 | 35 |
| Актив | 579 | 741 | 905 |
| Пенс. резервы | 420 | 493 | 561 |
| Пенс. накопления | 36 | 75 | 152 |
| Фин. долг | - | - | - |
| Прочее | 59 | 83 | 91 |
| Капитал | 64 | 91 | 101 |
| Обяз-ва и капитал | 579 | 741 | 905 |
| Облигации/активы | 32% | 32% | 28% |
| Облигации/резервы | 40% | 42% | 36% |

| Страховщики (млрд руб.) | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------------------------|------------|------------|------------|
| Облигации | 183 | 184 | 189 |
| Акции | 65 | 93 | 106 |
| Паи | 8 | 8 | 11 |
| Ден. средства и депозиты | 222 | 253 | 258 |
| Займы | 10 | 5 | 3 |
| Прочее | 286 | 285 | 312 |
| Актив | 774 | 828 | 878 |
| Страх. резервы | 383 | 393 | 428 |
| Фин. долг | 18 | 28 | 44 |
| Прочее | 153 | 158 | 148 |
| Капитал | 220 | 249 | 258 |
| Обяз-ва и капитал | 774 | 828 | 878 |
| Облигации/активы | 24% | 22% | 22% |
| Облигации/резервы | 48% | 47% | 44% |

| Нетто-поток в НПФ и СК | 2008 | 2009 | 2010 |
|------------------------|------------|--------------|--------------|
| Население | 94 | 118 | 146 |
| Фин. сектор | (102) | (89) | (55) |
| Нерезиденты | 6 | (5) | (12) |
| Госуправление | 8 | (20) | (14) |
| Нефин. сектор | 103 | (78) | (90) |
| Всего | 109 | (74) | (24) |

Источники: ЦБ РФ, оценка Атона

Пенсионные накопления в ВЭБ

До 2009 г. в инвестиционной декларации ГУК присутствовали только государственные ценные бумаги, но в настоящий момент пенсионные накопления разрешено инвестировать в корпоративные и муниципальные облигации. Однако в инвестиционной декларации ГУК существует рейтинговое ограничение: к инвестированию разрешены облигации эмитентов с рейтингом \geq BB+ хотя бы от одного агентства "большой тройки". Есть и ограничения по секторам – на корпоративные облигации должно приходиться не более 40% портфеля, на муниципальные не более 10% (подробнее см. Приложение 1). Данные ограничения логично смещают спрос ВЭБа в сторону ОФЗ, но мы не исключаем интереса ГУК к сектору корпоративных и муниципальных облигаций.

В целом наибольший интерес для пенсионных накоплений представляют бумаги со следующими параметрами:

- рейтинг \geq BB+
- необязательно высокая ликвидность с учетом горизонта инвестирования.

По нашим оценкам большую часть пенсионных накоплений все еще составляют ОФЗ. Объем пенсионных накоплений в ВЭБ составляет 0,9 трлн руб. Без учета рынка государственных бумаг объем потенциально интересных для инвестирования бумаг (с учетом описанных ограничений) составляет порядка 1,3 трлн руб. для корпоративного и 280 млрд руб. для муниципального секторов (39% и 62% от номинального объема рынков соответственно).

НПФ

Что касается НПФ, то к активам, в которые инвестируются пенсионные средства, применяются следующие законодательные ограничения:

Для средств пенсионных накоплений:

- рейтинг \geq BB- или котировальный список A1;
- необязательно высокая ликвидность с учетом горизонта инвестирования.

В связи с этими ограничениями глубина рынка для этого класса инвесторов составляет 67% и 78% для корпоративных и муниципальных бумаг соответственно (от номинального объема рынка).

Для средств пенсионных резервов таких ограничений не предусмотрено.

Следует отметить, что доля облигаций в активах НПФ стабильно составляет 22% в течение последних трех лет (таблица 4). Отношение облигаций к пенсионным резервам и накоплениям находится на уровне 40%. В настоящий момент мы наблюдаем рост финансовой грамотности населения и увеличение пенсионных резервов (график 2), и еще более динамичный рост пенсионных накоплений (график 1).

Это говорит о росте потребности в инвестировании пенсионных средств в качественные инструменты. Вместе с тем, рост пенсионных резервов будет способствовать увеличению интереса к более широкому кругу облигаций.

Страховые компании

Для страховых компаний основным ограничением является принадлежность бумаги к списку А1 или наличие у ее эмитента рейтинга \geq ВВ-. Для страховых компаний мы выделяем облигации со следующими свойствами:

- достаточная ликвидность (для быстрого изъятия средств в целях покрытия страховых выплат);
- бумаги А1 или \geq ВВ-.

По нашим оценкам «глубина» рынка для страховых компаний составляет 1,1 трлн руб. и 98 млрд руб. для корпоративного и субфедерального секторов (35% и 22% от номинального объема рынка соответственно). Тем не менее, необходимо учитывать, что рынок этих бумаг страховым компаниям приходится делить как с банками, так и с пенсионными фондами.

В настоящее время резервы страховых компаний занимают достаточно небольшую долю российского облигационного рынка. Кроме того, на фоне роста активов страховых компаний доля вложений в облигации остается на уровне 20-22%. В то же время отношение облигаций в активах к страховым резервам составляет 44%.

Как показал ряд наших встреч с участниками страхового рынка, с учетом довольно низких доходностей на рынке, страховщикам проще и выгоднее было размещать средства на депозитах банков. Так, на конец 2010 г. отношение депозитов и денежных средств в активах страховых компаний к облигациям составляло 1,36, в то время как аналогичный показатель для НПФ находился на уровне 0,75.

Вместе с тем, ввиду последних событий на рынке текущие уровни доходностей предлагают интересные возможности для долгосрочных инвесторов. В случае стабилизации ситуации на рынке мы ждем роста спроса на подешевевшие бонды со стороны страховщиков.

Инвестиционные фонды

Основные виды инвестиционных фондов: акционерные (АИФ) и паевые (ПИФ). Ограничения для данного вида инвестиций достаточно мягкие и касаются в первую очередь сбалансированности структуры активов, а также соответствия структуры активов наименованию фонда. Из 16 видов фондов, разрешенных законодательством, совокупным объемом активов более 1 млрд руб. обладают только 6 фондов. Совокупные чистые активы фондов в настоящий момент составляют 437 млрд руб.

Согласно нашей оценке (исходя из предельных долей облигаций в активах) объем инвестиций фондов в рынок рублевого долга составляет не более 150 млрд руб. (таблица 6). В итоге значительного влияния на рынок эти институциональные инвесторы не оказывают.

В то же время именно этот класс инвесторов может генерировать спрос на высокодоходные облигации третьего эшелона, но с учетом слабой «огневой мощи» даже этот спрос не окажет серьезной поддержки сектору.

Мы видим облигации со следующими параметрами как оптимальные вложения фондов:

- достаточная ликвидность;
- возможность РЕПО в ЦБ.

По нашим оценкам объем таких инструментов на рынке корпоративных облигаций составляет 1106 млрд руб. и 95 млрд руб. в субфедеральном/муниципальном секторе. Тем не менее, если учесть, что инвестиционные фонды ориентируются на повышенную доходность инвестиций, объем потенциально интересных бумаг сократится в несколько раз.

Таблица 6. Оценка вложений в облигации фондов (млрд руб.)

| Категория / Тип фондов | Открытые | Интервальн. | Закрытые | Всего | Доля в облигациях | Млрд руб. |
|------------------------|------------|-------------|------------|------------|-------------------|------------|
| Акции | 59 | 11 | 23 | 93 | 40%* | 37 |
| Облигации | 20 | 0 | 0 | 21 | 70%** | 14 |
| Смешанный | 15 | 10 | 70 | 95 | 40%** | 38 |
| Индексный | 6 | - | - | 6 | 5%** | 0 |
| Недвижимость | - | - | 126 | 126 | 20%** | 25 |
| Рентный | - | - | 96 | 96 | 40%* | 38 |
| Всего | 100 | 22 | 315 | 437 | | 154 |

* предельная допустимая доля в активах, ** фонды СЧА более 1 млрд руб.

Источники: Investfunds.ru, оценка Атона

Таблица 5. «Глубина» рынка

| Корпоративный сектор | Млрд руб. | Доля |
|----------------------|-----------|------|
| Всего рынок | 3 317 | 100% |
| Ликвидные | 1 554 | 47% |
| \geq В | 1 281 | 39% |
| \geq ВВ- | 1 031 | 31% |
| \geq ВВ+ | 685 | 21% |
| А1 | 414 | 12% |
| \geq ВВ- или А1 | 1 152 | 35% |
| РЕПО С ЦБ | 1 108 | 33% |
| РЕПО С ЦБ + ВВ- | 903 | 27% |
| РЕПО С ЦБ + ВВ+ | 589 | 18% |
| РЕПО С ЦБ + А1 | 362 | 11% |

| Муниципальный сектор | Млрд руб. | Доля |
|----------------------|-----------|------|
| Всего рынок | 445 | 100% |
| Ликвидные | 105 | 24% |
| \geq В | 101 | 23% |
| \geq ВВ- | 82 | 18% |
| \geq ВВ+ | 71 | 16% |
| А1 | 72 | 16% |
| \geq ВВ- или А1 | 98 | 22% |
| РЕПО С ЦБ | 88 | 20% |
| РЕПО С ЦБ + ВВ- | 67 | 15% |
| РЕПО С ЦБ + ВВ+ | 58 | 13% |
| РЕПО С ЦБ + А1 | 72 | 16% |

Источники: ММВБ, Cbonds, ЦБ, оценка Атона

Баланс спроса и предложения

По нашим оценкам совокупный номинальный объем рынка рублевых облигаций составляет порядка 6,2 трлн руб., причем 40% приходится на ОФЗ, 53% на корпоративный сектор, а поистине дефицитным сегментом (7% рынка) продолжает оставаться рынок субфедерального и муниципального долга.

В таблице 7 приведено соотношение объема вложений различных классов инвесторов в облигации с потенциальным объемом бумаг на рынке, которые могли бы быть интересны каждому классу инвесторов. Несмотря на сложность определения «дефицитных» секторов вследствие того, что различные категории инвесторов имеют различную структуру инвестиций по секторам, а также зачастую инвестируют в одни и те же классы активов, анализ структуры институциональных инвесторов и объема потенциально интересных для них бумаг на рынке позволяет сделать ряд общих выводов.

Для банковского сектора как крупнейшего инвестора в облигации объем потенциально интересного рынка выглядит меньше существующих вложений сектора в облигации. Можно сделать вывод о том, что у банков может возникать проблема размещения свободных средств, тем более что рынок приходится делить со всеми остальными участниками. Поскольку ликвидность выпусков – один из главных критериев для банков, можно предположить, что появление поддержки котировок в существующих качественных выпусках может стать существенным фактором привлечения данного класса инвесторов в сегмент подобных бумаг. В то же время перспективы поддержки котировок в новых выпусках могут стать существенным фактором привлечения банков к участию в размещении.

Для ГУК проблема размещения средств остро не стоит. Ликвидность не является ключевым параметром, поэтому потребности управляющей компании по инвестированию пенсионных накоплений с лихвой покрываются даже одним рынком ОФЗ. Погоня за доходностью не характерна для ГУК, так что, несмотря на неплохой выбор качественных, но не очень ликвидных бумаг корпоративных эмитентов, спрос со стороны данного инвестора, помимо ОФЗ, вероятно, будет ограничен выпусками связанных с государством эмитентов.

Что же касается НПФ и пенсионных накоплений ПФР под управлением частных УК, то у этого класса инвесторов выбор достаточно большой, особенно среди корпоративных выпусков. С учетом того, что эти инвесторы в большей степени ориентированы на прибыль, можно рассчитывать на их спрос за пределами рынка ОФЗ. Наиболее вероятными «кандидатами» на спрос со стороны этого класса инвесторов являются субфедеральные облигации, т.к. большинство из них входят в А1 и/или имеют рейтинг выше ВВ-, но зачастую обладают низкой ликвидностью. Что же касается корпоративных ценных бумаг, то здесь предложение достаточно большое. В перспективе на фоне роста объема пенсионных средств и увеличения роли частного сектора в управлении ими, вероятен рост спроса со стороны указанного класса инвесторов.

Таблица 7. Оценка объема вложений и потенциального спроса институциональных инвесторов

| | Потенциальный рынок, млрд руб. | | | | Ограничения и предпочтения | | | |
|-------------------------------|--------------------------------|-------|-------------------|-------|----------------------------|---------|--------|---------|
| | Объем инвестиций, млрд руб. | Корп. | Субфед./ муницип. | ОФЗ | Ликвид. | Рейтинг | Список | РЕПО ЦБ |
| Банки | 3 421 | 1 074 | 90 | 1 825 | ✓ | ≥ В | | ✓ |
| ГУК | 944 | 1 299 | 276 | 3 669 | | ≥ ВВ+ | | |
| Пенсионные накопления вне ГУК | 277 | 2 211 | 346 | 3 669 | | ≥ ВВ- | или А1 | |
| Страховые компании | 189 | 1 153 | 102 | 1 825 | ✓ | ≥ ВВ- | или А1 | |
| Инвестиционные фонды | 154 | 1 106 | 95 | 1 825 | ✓ | | | ✓ |

Источник: оценка Атона

Страховые компании обладают наиболее жесткими ограничениями, т.к. помимо наличия рейтинга ≥ ВВ- или списка А1, облигации должны обладать ликвидностью. Здесь страховым компаниям приходится делить рынок с банками.

Инвестиционные фонды законодательно наименее ограничены в своих инвестициях. Однако для них важна ликвидность и возможность РЕПО для увеличения доходности операций. Теоретически это, пожалуй, единственная категория инвесторов для облигаций с низким рейтингом, которые не входят в котировальный список высшего уровня. Но объем средств, которыми располагает данный класс инвесторов, самый маленький среди всех классов институциональных инвесторов.

В разрезе секторов рынка можно выделить определенные тенденции.

- **Ликвидные корпоративные и субфедеральные облигации с рейтингом $\geq B$:** спрос со стороны банков.
- **Корпоративные облигации с рейтингом $\geq BB+$:** ограниченный спрос со стороны ГУК ВЭБа.
- **Субфедеральные и корпоративные облигации с рейтингом $\geq BB-$ или входящие в список A1** - спрос со стороны частных управляющих пенсионными средствами. На ликвидные облигации данного сегмента – также со стороны страховых компаний.
- **Трансформация депозитов страховых компаний в облигации с учетом повышенных доходностей на рынке.** С учетом схожих ограничений по котировальному списку и рейтингу с НПФ данная тенденция еще больше подогреет спрос на бумаги из списка A1 с рейтингом $\geq BB-$.
- **Сектор ОФЗ**, по нашему мнению, ввиду отсутствия законодательных ограничений на вложения будет пользоваться все большим интересом со стороны институциональных инвесторов. Этому будет способствовать решение открыть рынок ОФЗ для иностранных участников, построив мост между ММВБ и международными клиринговыми центрами, объединение режима торгов ОФЗ с Фондовой биржей ММВБ, унификация базы налогообложения ОФЗ. Повышение ликвидности рынка привлечет дополнительный спрос со стороны банков.
- **Фьючерсный рынок ОФЗ.** Активизация торговли ОФЗ вследствие вышеупомянутых мер может привести к росту волатильности рынка. В связи с усилением рыночного риска из-за повышенной волатильности логичным будет увеличение интереса к фьючерсному рынку ОФЗ, в первую очередь, со стороны банков. Учитывая то, что законодательство допускает использование срочных инструментов для хеджирования инвестиций пенсионных средств, возможен рост интереса и со стороны данной категории инвесторов.

Облигации с низким рейтингом либо без рейтинга и не входящие в котировальный список высшего уровня, имеют очень слабые рыночные перспективы.

Что выбрать?

Учитывая происходящие на мировых фондовых рынках события, при выборе активов для рекомендаций мы руководствовались не только приведенными выше ограничениями и предпочтениями институциональных инвесторов, но и принадлежностью эмитента к наименее циклическим отраслям. Если мы приводим компании циклических отраслей, то уверены в их ликвидной и долговой позиции, которая позволит спокойно пережить кризисные явления в мировой экономике. Облигации регионов также можно использовать в качестве актива-убежища, так как кредитное качество многих регионов-эмитентов достаточно крепкое, а вероятность поддержки со стороны федерального центра весьма высока (подробнее см. «Субсуверенные облигации: гавань тихая, когда хозяин гостеприимен» от 18 июля 2011 г.).

Мосэнерго-3 (A1, репо ЦБ, ВВ) Помимо того, что облигация соответствует всем законодательным ограничениям, она имеет короткую дюрацию и хорошую ликвидность. Прочные связи с правительством Москвы (27% в капитале), сильный контролирующий акционер (Газпром), минимальная долговая нагрузка и расположение активов в самом экономически развитом регионе России – все это позволило нам выделить бумагу в качестве «тихой гавани». Выпуск будет хорошо смотреться в портфелях всех институциональных инвесторов, кроме ГУК.

ТГК-1-2 (A2, нет репо ЦБ, нет рейтинга) Несмотря на то, что бумага не соответствует требованиям для включения в портфели пенсионных фондов и страховых компаний, выпуск будет интересен инвестиционным фондам в текущих рыночных условиях ввиду короткой дюрации и средней ликвидности. Ключевыми преимуществами компании являются сильные акционеры (Газпром и Фортум), структура производства электроэнергии (более 50% на гидромощностях). Подобное распределение мощности делает ТГК-1 четвертой компанией по удельному весу гидрогенерации в портфеле активов после Русгидро, Иркутскэнерго и Красноярской ГЭС. Гидрогенераторы очень выгодно позиционированы с точки зрения издержек по сравнению с генераторами, потребляющими уголь и газ в случае роста цены последних.

Черкизово-БОЗ (A2, нет репо ЦБ, В2) Нам нравится кредитный риск компании и стратегия ее развития. С учетом последних тенденций на рынке зерна (падение цен) и мяса (рост цен) мы полагаем, что у Группы Черкизово есть потенциал увеличения рентабельности. Кроме того нас привлекают: комфортный уровень чистого долга 2,5-3,0 к EBITDA вместе с удобным графиком погашений (пик в 2013 г.) и хорошими коэффициентами покрытия долга денежными потоками. Отраслевая специфика компании позволяет получать субсидии от государства, что также позитивно сказывается на рентабельности. С точки зрения стратегии развития мы отмечаем интенсивные капитальные вложения в высокомаржинальные сегменты бизнеса: производство мяса птицы и свинины. Приобретение Моссельпрома, по нашему мнению, только упрочит позиции Группы Черкизово в отрасли. Поскольку до коррекции на рынке бумага торговалась со спредом порядка 150 б.п. к ОФЗ, а сейчас он составляет 250-280 б.п., мы считаем данную облигацию перепроданной. Рекомендуем эту высоколиквидную бумагу банкам и инвестиционным фондам.

Атомэнергопром-6 (Б, репо ЦБ, ВВВ-) Атомэнергопром является сильным квазисуверенным заемщиком с минимальной долговой нагрузкой и отличается уникальным положением в отрасли. С учетом солидного запаса наличности на балансе вместе с 50 млрд руб. открытых кредитных линий в Сбербанке, ВТБ, Альфа-Банке и других финансовых институтах, ликвидная позиция компании не вызывает беспокойства. Государство владеет компанией через Росатом. С учетом специфичности производимой продукции и повышенного внимания к безопасности объектов, особенно после трагедии в Японии, мы не сомневаемся в высоком уровне поддержки компании со стороны государства. Атомэнергопром осуществляет активную экспансию на внешние рынки. Так, согласно годовому отчету компании в 2010 г. были подписаны прямые долгосрочные контракты на поставку ядерного топлива на Украину и низкообогащенного урана в США. Бумага соответствует требованиям и предпочтениям ГУК и НПФ, а также страховых компаний, достаточная ликвидность и возможность репо с ЦБ делает ее интересной и для банков и инвестиционных фондов. С точки зрения прайсинга мы считаем потолком цены уровень кривой ФСК, где сейчас бумага и торгуется. Но в случае появления премии к ФСК рекомендуем покупать бумаги выпуска.

Водоканал-Финанс-1 (Внесп., репо ЦБ, Ваа2) Еще один сильный квазисуверенный заемщик в нециклической отрасли – Водоканал Санкт Петербурга. Бумага удовлетворяет требованиям управляющих пенсионными средствами и страховщиков. В то же время неплохая ликвидность и возможность репо с ЦБ делает ее интересной инвестицией для банков и инвестиционных фондов. Прочные связи с сильным регионом и стратегическое положение предприятия являются ключевыми преимуществами кредитного профиля компании. С точки зрения оценки мы видим справедливый спред к облигациям Санкт-Петербурга на уровне 75-80 б.п. В настоящий момент бумага торгуется со спредом более 130 б.п.

РусГидро-1 и 2 (А1, репо ЦБ, ВВ+) Компания по-прежнему является нашим фаворитом в секторе электрогенерации (подробнее см. нашу *Стратегию на рынке рублевых облигаций: ЗК11* от 30 июня 2011 г.). После размещения выпуск показал впечатляющий рост и остановился в кривой ФСК, что с кредитной точки зрения немного дорого. С другой стороны, с учетом принадлежности бумаги к списку А1 (ФСК не торгуется в А1) кредитная переоцененность может объясняться технически более широкой базой инвесторов (государственными и негосударственными управляющими пенсионными средствами, а также страховщиками). Очень высокая ликвидность и возможность репо с ЦБ привлекают в данные облигации и кредитные организации. Низкая долговая нагрузка и принадлежность к сектору гидрогенерации делают кредитный профиль компании очень привлекательным. Мы считаем интересными покупки РусГидро в случае сильных продаж.

Московская область 34007 (А1, репо ЦБ, В1) и 34008 (Внесп., репо ЦБ, В1) Сохраняющиеся на низком уровне кредитные рейтинги делают бумаги выпуска 34008 недоступными для инвестирования пенсионных средств и страховых резервов. Вхождение выпуска 34007 в А1 снимает это ограничение, что выражается в разнице спредов облигаций данного эмитента. В 2010-2011 гг. финансовое состояние области заметно улучшилось. Активное углубление интеграции со столицей также должно позитивно повлиять на развитие экономики и улучшение финансового состояния области. С нашей точки зрения, эти процессы должны найти отражение в повышении кредитных рейтингов, что резко расширит круг инвесторов в 34008 и положительно скажется на котировках бумаги. Пока же облигации 34008 со средним уровнем ликвидности можно рекомендовать к покупке банкам и инвестиционным фондам, выпуск 34007 могут приобретать частные управляющие пенсионными средствами, а также страховщики.

Республика Коми 35007 (А1, репо ЦБ, Ва2) Данные облигации обладают всеми необходимыми критериями для включения в портфели институциональных инвесторов с ограничениями (за исключением ГУК). Кроме того, бумага обладает нормальной для субфедеральных/муниципальных облигаций ликвидностью. Регион с диверсифицированной экономикой со значительной долей экспорта обладает хорошим финансовым положением. В настоящее время наблюдается некоторая недооценка данного выпуска как к собственной кривой, так и по отношению к бумагам сопоставимых регионов.

Тверская область 34006 (Внесп., репо ЦБ, В+) Данный регион обладает макроэкономическими и бюджетными показателями на среднем среди регионов-эмитентов уровне. Тем не менее, наблюдается существенный дисконт по отношению к облигациям сопоставимых регионов. На наш взгляд, одной из причин этой ситуации является отсутствие бумаги в списке А1 при одновременном уровне кредитного рейтинга ниже ВВ-, что делает облигации недоступными для инвестиций пенсионных и страховых средств. Вторая причина - проблема отношений предыдущего губернатора с федеральной властью, которая в настоящий момент решена назначением нового губернатора. Данная бумага может быть интересна для банков и инвестиционных фондов, так она обладает определенной ликвидностью и принимается ЦБ в репо.

Якутия 35001 (A1, репо ЦБ, ВВ) Облигации этого одного из наиболее крупных по объему бюджета регионов-эмитентов удовлетворяют ограничениям большинства институциональных инвесторов (кроме ГУК). Промышленное производство региона развивается темпами, превышающими среднероссийские, на территории осуществляются инвестиционные проекты федерального значения, такие как нефтепровод Восточная Сибирь – Тихий океан или разработка Талаканского и Алинского нефтегазоконденсатных месторождений. Долговая нагрузка региона сохраняется на умеренном уровне. Облигации данного выпуска выглядят перепроданными. Достаточно ликвидные облигации с короткой дюрацией представляются хорошим защитным активом.

Почта России-01 Облигации одной из крупнейших государственных компаний в настоящее время не обладают ни одним из атрибутов, делающих их интересными для инвесторов с ограничениями. К плюсам можно отнести очень хорошую ликвидность и высокое кредитное качество. Можно рассчитывать на то, что в обозримом будущем компания получит кредитный рейтинг, после этого возможно включение бумаги в список A1. Также есть перспективы включения облигации в список бумаг, принимаемых для операций репо ЦБ. Расширение круга потенциальных инвесторов является хорошей инвестиционной идеей для данной бумаги. Пока в нее могут инвестировать банки и инвестиционные фонды.

Приложение 1. Законодательные ограничения на структуру активов институциональных инвесторов

| Тип активов | Деньги | Дериват. | Корп. облигации | Муниц./субфед. | Гособлигации | Иностр. | Акции | ПАИ | На одного эмитента |
|---------------------------------|--|-------------------|---------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|--|---------------------|-----------------------------|--|
| Пенсионные средства | | | | | | | | | |
| пенсионные резервы | да | Только хедж | да | | да | да | да | да | да |
| пенсионные накопления | да + вклады и депозиты | Только хедж | A1 или рейтинг от BB- | | да | да | да | да | да |
| пенсионные накопления в ГУК | да+ вклады и депозиты | нет | Рейтинг от BB+ | | да | да | нет | нет | да |
| Страховые компании | | | | | | | | | |
| страховые резервы | да + вклады и депозиты | нет | A1 или рейтинг от BB- | | да | да | | да | да |
| ПИФы и АИФы | | | | | | | | | |
| облигаций | да | нет | да | да | да | да | да | ф. облиг / ден. рынка | да |
| акций | да | да | да | да | да | да | да | фондовых | да |
| смешанных инвестиций | да | нет | да | да | да | да | да | фондовых | да |
| рентный | да | нет | да | да | да | да | нет | рентных | да |
| недвижимости | да | нет | да | да | да | да | да / для ЗПИФ | рентных | да |
| Структура (%) | Деньги | Дериват. | Корп. облигации | Муниц./субфед. | Гособлигации | Иностр. | Акции | ПАИ | На одного эмитента |
| Пенсионные средства | | | | | | | | | |
| Пенсионные резервы и накопления | <= 80 (банковские депозиты и сертификаты) | только хедж. | <= 80 (первичн. <= 15) | <= 80 | <= 80 | <=30 | <=70 | <=70 | на эмитента <=15, кроме госбумаг РФ, но не более 35% выпуска, не более 5%, если бумаги не в А1 |
| Пенсионные накопления в ГУК | <=20 на денежные средства и депозиты (на одну кред. орг. <=25) | нет | <=40 | <=10 | >=50 (<=70 от объема одного выпуска) | <=80 (валютные облигации РФ), <=20 (международ. фин. орг.) | нет | нет | на эмитента <=10, кроме госбумаг РФ |
| страховые компании | <=50 (включая депозиты) | нет | <=20 (кроме гарантированных РФ) | <=30 (на одного субъекта муни <=10) | <=15, <=10 | <=20 | <=15 | <=10 (<=5 для страх. жизни) | (на эмитента юрлицо <=10) |
| ПИФы и АИФы | | | | | | | | | |
| облигаций | <=25 (на одну кред. орг <=25) | нет | 2/3 квартала >= 50 | | | <=30 | <=20 | <=10 | (на эмитента <=15 (Откр.), <=25 (Закр.)) |
| акций | <=25 (на одну кред. орг <=25) | на акции, индексы | <=40 | | | >= 50 (2/3 квартала) | <= 40 | <= 30 | (на эмитента <=15 (Откр.), <=35 (Закр.)) |
| смешанных инвестиций | <=25 (на одну кред. орг.) | нет | 2/3 квартала >= 70 | | | <= 50 | <= 30 | <= 30 | (на эмитента <=15) |
| рентный | (на одну кред. орг.) | нет | <=40 | | | нет | <=30 | <=30 | (на эмитента <=15, кроме РДР/АДР) |
| недвижимости | (на одну кред. орг. <=25) | нет | н/д | н/д | н/д | н/д | >=40 (2/3 квартала) | <=20 | (на эмитента <=15, кроме РДР/АДР) |

Источники: Приказ ФСФР от 28 декабря 2010 г. N 10-79/пз-н, Приказ Минфина от 8 августа 2005 г. N 100н, Постановление правительства РФ от 1 февраля 2007 г. N 63, Постановление правительства РФ от 1 сентября 2003 г. N 540, Федеральный закон 111-ФЗ от 24 июля 2002 г., постановление правительства РФ от 30 июня 2003 г. N 379, оценка Атона

Раскрытие информации

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

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

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

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

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

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

Инвестиционная рекомендация

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

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

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

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

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

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

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

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

ООО "АТОН"

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

Atonline Limited

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

Департамент торговли

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

**Отдел продаж акций
зарубежным клиентам**

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

**Отдел продаж акций
российским клиентам**

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

Аналитический департамент

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

**Управление по работе
с долговыми инструментами**

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

АНАЛИТИКИ АТОНА
Стратегия и экономика

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

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

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

Электроэнергетика

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

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

Павел Ластовкин
+7 (495) 777 6677 x2683
pavel.lastovkin@aton.ru

Металлургия

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

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

Специальные ситуации

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

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

Телекоммуникации и медиа

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

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

Нефть и газ

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

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

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

Потребительский сектор

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

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

Банки

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

Иван Качковский
+7 (495) 705 9232
ivan.kachkovski@aton.ru

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

Редакционно-издательский отдел

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

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

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

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

Долговые инструменты: аналитика

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

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

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

Долговые инструменты: продажи

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

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

Долговые инструменты: трейдинг

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

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

Рынки капитала

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

Технический анализ

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