

**ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ**

- Изменение прогноза **суверенного рейтинга США** на «негативный» от Standard&Poor's вызвало существенные продажи в рискованных активах; UST и доллар по-прежнему являются защитными активами
- Все больше политиков заявляют о вероятности реструктуризации **госдолга Греции**; доходности по госбумагам страны продолжают бить рекорды
- Итоги торгов по еврооблигациям**: инвесторы продавали длинные корпоративные бумаги; основной удар новости из США нанесли по Russia 30
- Российский долговой рынок**: новости из США и Европы по большей части уже отыграны, но позитива на открытии торгов ждать не стоит
- Евраз** даст инвесторам заработать на своем новом выпуске... но, очевидно, после ценовой встряски
- Альфа-Банк** планирует разместить 10-летние еврооблигации; негативная конъюнктура рынка – основное препятствие выпуску ([стр. 2-3](#))

**ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**

- Распределение **ликвидности** ухудшилось, не исключаем повышения **ставок** денежного рынка на 0.2-0.4 п.п. ближе к концу недели
- Рубль** стабилен к корзине; в ближайшие дни наиболее вероятен боковой тренд, ближе к выплате **НДПИ** – умеренное укрепление
- Рублевый долг** – торговая активность в понедельник была низкой, сообщение о пересмотре суверенного рейтинга США усилило преобладавшее в течение дня снижение цен ([стр. 4-5](#))
- Татфондбанк** понижает ориентиры по купону до 8.50-9.00%, или YTP 8.68-9.20% к оферте через 1.5 года, книга закрывается сегодня; на наш взгляд, нижняя граница соответствует справедливому значению доходности

**ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ**

- Совкомфлот**: отчетность слабая, но господдержка пока не дает поводов усомниться в способности погашать долги; евробонд непривлекателен для покупок
- ННХ** хорошо отчитался по МСФО за 2010 г.; операционные показатели выросли кратно; долговая нагрузка заметно снизилась
- Казахстанскому банку **«ЦентрКредит»** понижен рейтинг от Moody's с «Ba3» до «B1»; нейтрально относимся к еврооблигациям банка
- Аптеки 36.6** опубликовали отчетность за 9М 2010 г и операционные результаты за весь 2010 г.; кредитные риски компании по-прежнему крайне высоки; облигации – высокорискованный спекулятивный инструмент ([стр. 6-10](#))
- Владелец **Металлоинвеста** Алишер Усманов заявил, что компания «хочет работать» над выпуском евробондов

**СЕГОДНЯ**

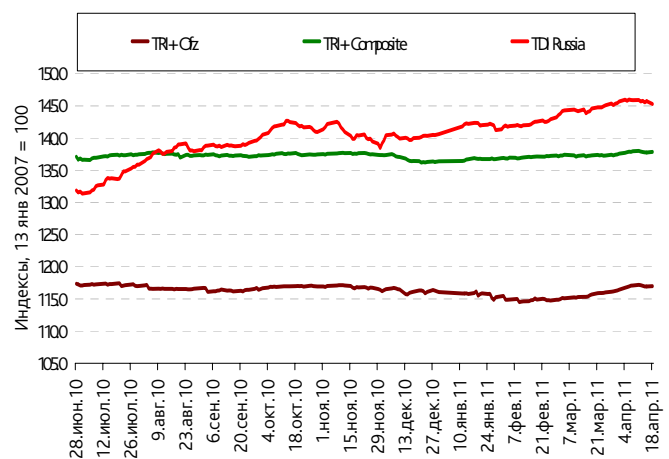
- Статистика **США**: число новостроек и разрешений на строительство
- Статистика **еврозоны**: индекс деловой активности PMI в промышленности и сфере услуг

**КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ**

|                  | Value      | Δ Day   | Δ Month | Δ YTD   |
|------------------|------------|---------|---------|---------|
| EMBI+Rus spread  | ↑ 190.00   | 15.00   | 11.00   | -9.00   |
| EMBI+ spread     | ↑ 272.82   | 7.56    | 2.10    | 31.69   |
| Russia 30 Price  | ↓ 115.48   | - 7/8   | - 7/8   | - 1/8   |
| Ru sia 30 Spread | ↑ 146.20   | +16.70  | +13.10  | -2.30   |
| Russia 5Y CDS    | ↑ 138.59   | +9.79   | +5.71   | -7.92   |
| UST 10y Yield    | ↓ 3.38     | -0.03   | +0.06   | +0.05   |
| BUND 10y Yield   | ↓ 3.247    | -0.13   | +0.01   | +0.33   |
| UST 10y/2y Yield | ↑ 272.3    | +0      | +4      | -1      |
| Mexico 33 Spread | ↑ 235      | +4      | -0      | +3      |
| Brazil 40 Spread | ↑ 130      | +4      | -14     | +180    |
| Turkey 34 Spread | ↑ 290      | +9      | -8      | +33     |
| ОФЗ 26199        | ↑ 5.27     | +0.08   | +0.11   | -0.97   |
| Москва 50        | ↓ 4.71     | -0.04   | -0.79   | -1.17   |
| Мособласть 8     | ↓ 7.00     | -0.01   | -0.69   | -1.52   |
| Газпром 4        | ↔ 7.90     | -       | 0.00    | 0.00    |
| MTC 3            | ↓ 7.31     | -0.18   | +0.30   | -0.15   |
| Руб / \$         | ↓ 28.164   | -0.025  | -0.313  | -2.187  |
| \$ / EUR         | ↓ 1.423    | -0.020  | +0.001  | +0.088  |
| Руб / EUR        | ↓ 40.474   | -0.405  | 0.411   | -0.014  |
| NDF 1 год        | ↑ 4.150    | +0.040  | -0.020  | -0.550  |
| RUR Overnight    | ↑ 3.35     | +0.2    | +0.5    |         |
| Корсчета         | ↑ 685.2    | +25.20  | +71.90  | -203.10 |
| Депозиты в ЦБ    | ↓ 649.3    | -57.30  | -143.60 | +79.70  |
| Сальдо опер. ЦБ  | ↓ 306.20   | -126.20 | -235.00 | +370.00 |
| RTS Index        | ↓ 1954.42  | -4.04%  | -1.38%  | +10.26% |
| Dow Jones Index  | ↓ 12201.59 | -1.14%  | +1.37%  | +4.55%  |
| Nasdaq           | ↓ 2735.38  | -1.06%  | +1.61%  | +1.63%  |
| Золото           | ↑ 1492.68  | +0.49%  | +4.31%  | +5.50%  |
| Нефть Urals      | ↓ 117.88   | -1.45%  | +6.27%  | +27.85% |

**TRUST Bond Indices**

|                 | TR       | Δ Day | Δ Month | Δ YTD |
|-----------------|----------|-------|---------|-------|
| TRIP High Grade | ↑ 254.05 | 0.04  | 3.05    | 8.48  |
| TRIP Composite  | ↑ 236.63 | 0.16  | 0.81    | 2.44  |
| TRIP OFZ        | ↑ 185.87 | 0.11  | 1.77    | 1.86  |
| TDI Russia      | ↓ 227.70 | -0.71 | 0.79    | 5.46  |
| TDI Ukraine     | ↓ 228.93 | -0.48 | 3.46    | 6.63  |
| TDI Kazakhs     | ↓ 188.13 | -0.21 | 2.09    | 6.25  |
| TDI Banks       | ↓ 227.23 | -0.29 | 1.37    | 6.45  |
| TDI Corp        | ↓ 241.47 | -0.60 | 1.19    | 6.77  |

**TRUST Dollar and Ruble Bond Indices**




## ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Изменение прогноза суверенного рейтинга США на «негативный» от Standard&Poor's вызвало существенные продажи в рискованных активах; UST и доллар по-прежнему являются защитными активами

Вчера вскоре после закрытия валютных торгов на ММВБ (17.00 МСК) было обнародовано сообщение о пересмотре агентством Standard&Poor's прогноза долгосрочного рейтинга США со «стабильного» на «негативный».

Объясняя свое решение, агентство отметило высокий уровень бюджетного дефицита в сравнении с иными суверенными заемщиками с рейтингом «AAA», а также растущую величину госдолга наряду с отсутствием определенности в части действий в экономике, направленных на его ограничение.

Очевидно, что поводами для данного действия со стороны S&P именно сейчас стало отсутствие согласованного между демократической и республиканской партиями долгосрочного плана сокращения дефицита госбюджета, а также предстоящее повышение законодательно установленной планки госдолга.

Обнародование решения S&P инициировало сильные продажи в рискованных активах – при этом говорить о быстром отскоке цен на уровни, предшествовавшие данному сообщению, не приходится. В мировоззрении инвесторов ничего не поменялось, да и не могло поменяться – защитными активами по-прежнему остаются UST и доллар (в терминах индекса доллара – DXY). Достаточно интересным выглядело поведение золота – вопреки традиционной динамике данный актив не стал снижаться вслед за S&P500. В течение часа после появления сообщения агентства золото покупалось, практически достигнув USD1,500 за унц. (максимум был зафиксирован на USD1,497.2).

Примечательно и то, что доходность **UST10** после сообщения S&P «взлетела» с 3.38% до 3.46%, но достаточно быстро вернулась ниже 3.40% – на закрытие основных торгов на рынке акций США (на 00.00 МСК) бенчмарк торговался на уровне 3.37% по доходности, а на сегодняшнее утро ставка **UST10** составляет порядка 3.38%.

Если говорить о настроениях глобальных рынков в целом, то изменение прогноза рейтинга США на негативный внесет свой вклад в рост волатильности и снижение аппетита к риску. Инвесторы будут ждать аналогичных действий со стороны остальных рейтинговых агентств. Учитывая факт присутствия в ценообразовании нефти форс-мажорных факторов в виде ближневосточной напряженности и последствий стихии в Японии, мы предпочитаем судить о настроениях инвесторов по состоянию американского фондового рынка – S&P500 вчера закрылся выше 1300 пунктов, и в настоящий момент говорить о коррекции оснований нет. В UST сегодня можно ждать роста доходностей в направлении 3.45% – вследствие сокращения длинных позиций в консервативных активах, сформированных в ходе вчерашней встряски.

### Все больше политиков заявляют о вероятности реструктуризации госдолга Греции; доходности по госбумагам страны продолжают бить рекорды

В понедельник появилась новая информация касательно возможной реструктуризации греческого госдолга. Так, один из представителей правящей парламентской коалиции в Германии заявил, что Афины могут пойти на реструктуризацию уже летом текущего года. В схожем ключе высказался и один из греческих министров, заявив, что актуальным сейчас является вопрос не о самой реструктуризации, а о том, когда именно она произойдет.

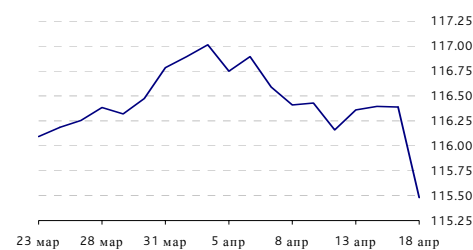
На этом фоне доходность десятилетних госбумаг Греции «выстрелила» в понедельник на 85 бп – до нового рекорда 14.6%, а по двухлетним облигациям превысила 20.0%, что является максимальным показателем среди развитых стран. Мы по-прежнему считаем, что проблемы европейской «периферии» не закончились с «падением» Португалии и считаем вероятной реструктуризацию греческого госдолга в среднесрочной перспективе, учитывая низкий темп бюджетных реформ и все еще сильную слабость в экономике.

### Итоги торгов по еврооблигациям: инвесторы продавали длинные корпоративные бумаги; основной удар новости из США нанесли по Russia 30

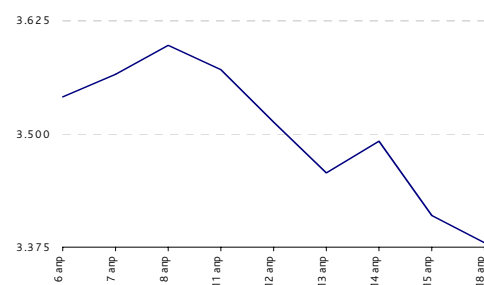
Рынок российских евробондов в понедельник ожидаемо ощутил сильный стресс из-за новостей о пересмотре рейтинга США на «негативный». Инвесторы активно избавлялись от российского риска, причем наибольший удар приняли на себя долгосрочные бумаги корпоративных заемщиков и суверенный выпуск **Russia 30**.

Из нефтегазового сектора снижение котировок продемонстрировали длинные

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





еврооблигации Газпрома (-20-40 бп), чуть больше потеряли выпуски ТНК-ВР (-30-50 бп). Торги по евробондам Новатэка и Лукойла также завершились в красной зоне. Во втором эшелоне продажи шли в долгосрочных бумагах Алросы, Евраза и Русгидро, а также по всем выпускам Северстали, которые потеряли по итогам дня в среднем 25 бп. В транспортном и телекоммуникационном секторах хуже остальных выглядел евробонд **Sovcomflot 17**, снизившийся в цене на 60 бп. Меньшие потери понесли выпуски МТС и ВымпелКома. Масштабные продажи наблюдались на дальнем конце кривой ВТБ – бумаги квазисуверенного банка подешевели на 20-60 бп. Серьезно пострадал от новостей из-за океана и рублевый евробонд РСХБ, **RussAgribank 16R**, потерявший сразу 80 бп в цене.

Потери в суверенных бумагах, тем временем, были более значительными. Так, индикативный выпуск **Russia 30**, терявший к моменту появления информации по рейтингу США лишь 15 бп, в итоге просел на 90 бп по итогам дня – до 115.48% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** при этом расширился на 16 бп до 146 бп. Снижение стоимости рублевого евробонда РФ было менее драматичным. **Russia 18R** подешевел по итогам понедельника на 20 бп.

### Российский долговой рынок: новости из США и Европы по большей части уже отыграны, но позитива на открытии торгов ждать не стоит

Тема пересмотра прогноза по рейтингу США, с нашей точки зрения, останется центральной во вторник, и продолжит оказывать давление на котировки российских долговых бумаг. Добавить пессимизма участникам рынка может также вновь и вновь поступающая информация о возможной реструктуризации госдолга Греции. Мы ждем умеренно негативной динамики на открытии торгов, учитывая, что информация из США и Европы была по большей части отыграна уже в понедельник. Ситуация в регионе MENA тем временем продолжает оставаться на втором плане – рынок, кажется, уже пресытился новостями об очередных столкновениях полиции с оппозицией в Сирии и информацией о фактическом военном «тупике» в Ливии.

Показатели с мировых торговых площадок указывают на вероятность слабого негатива с утра во вторник. Азиатские фондовые индексы демонстрируют заметную просадку, однако фьючерсы на фондовые индексы США торгуются выше уровня закрытия предыдущего дня, а цены на нефть марки Brent стабилизировались на уровне USD121.3.

### Евраз (B1/B+/BB-) даст инвесторам заработать на своем новом выпуске... но, очевидно, после ценовой встряски

Новый евробонд Евраза будет 7-летним, а ставка доходности будет в диапазоне 6.75-7.00% годовых, сообщили вчера информагентства со ссылкой на свои источники. Объем выпуска – USD750-1000 млн. Исходя из кривой доходностей других выпусков Евраза, новый **Evraz 18N** предложит инвесторам 15-40 бп премии, что в свою очередь будет соответствовать 40-60 бп дисконта к близкому по дюрации **TMK 18**.

Мы считаем, что указанные ориентиры довольно интересно смотрелись до вчерашнего негативного шока, предлагая более-менее адекватную уровню риска доходность и возможность заработать в первые дни после размещения. Если прайсинг будет объявлен в ближайшие пару дней (что весьма вероятно), то мы не исключаем, что доходность окажется еще выше. Однако в любом случае снижение выпуска **Evraz 18N** до всей кривой неизбежно.

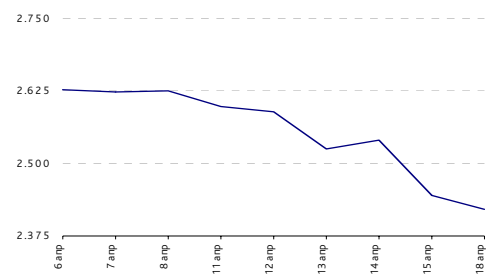
### Альфа-Банк (Ba1/BB-/BB) планирует разместить 10-летние еврооблигации; негативная конъюнктура рынка – основное препятствие выпуску

По данным Интерфакс, сегодня Альфа-Банк планирует разместить 10-летние еврооблигации с доходностью 8.00%. Объем эмиссии еще не известен, однако напомним, что ранее менеджмент не исключал возможности разместить в 2011 году 2 выпуска евробондов по USD0.5-1.0 млрд. каждый.

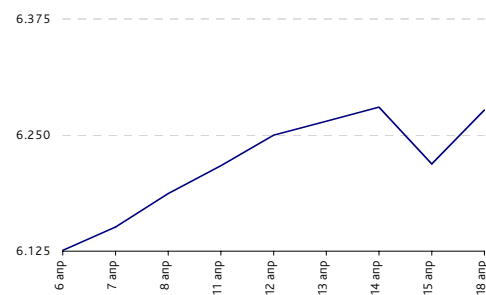
Принимая во внимание негативную рыночную конъюнктуру, мы не исключаем, что параметры выпуска будут изменены, или размещение будет отложено. На данный момент бумаги Альфа-Банка торгуются с премией в 250 бп к суверенной кривой, а новый выпуск предполагает 300 бп, что вполне справедливо, на наш взгляд. Однако, судя по более активным продажам бумаг на дальнем конце кривой вчера, мы сомневаемся, что инвесторы предпочтут купить дебютный риск частных банков на 10-летнем диапазоне.

Алексей Тодоров, [aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru) ☎ 647-23-62  
Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru) ☎ 647-23-64  
Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru) ☎ 647-23-59  
Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru) ☎ 786-23-48

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





## ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

### Распределение ликвидности ухудшилось, не исключаем повышения ставок денежного рынка на 0.2-0.4 п.п. ближе к концу недели

Вчерашний день был отмечен умеренным оттоком средств. По состоянию на сегодняшнее утро из платежной системы, [чистый запас ликвидных средств](#) в которой достигает RUB1.51 трлн., в сумме «утекло» около RUB42.4 млрд., RUB33.2 млрд. из которых приходится на сокращение [корсчетов](#) (до RUB652.0 млрд.), а RUB12.1 млрд. – на снижение [депозитов](#) (до RUB637.2 млрд.). Поскольку очередные налоговые платежи по НДС (до 20 апреля) начнутся, скорее всего, только сегодня, мы полагаем, что основной причиной сокращения ликвидности накануне стал отток средств на валютный рынок при отсутствии встречного притока бюджетных средств.

Несмотря на сохранение общего высокого уровня ликвидных активов в банковской системе, снижение ликвидности в последние дни вкпе с подросшим спросом на рублевые средства под предстоящие налоги все же потревожил локальное равновесие в отдельных сегментах денежного рынка, приведя к повышению ставок – в среднем не более чем на 10 бп. В сегменте межбанковских кредитов на 1 день, составляя с утра 3.0-3.25%, ставки на протяжении практически всех торгов колебались в диапазоне 2.75-3.15% и оставались чуть выше стоимости по депозитам с ЦБ (3.0%) на закрытие – 2.9-3.1%. Несколько подрос спрос на рублевые средства в сегменте 1-дневного междилерского РЕПО, где торговые обороты подросли примерно на 5-10%, а ставки по сделкам [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) в среднем приподнялись до 3.57% (+2 бп) и до 3.49% (+10 бп) соответственно. Нынешнее повышение ставок денежного рынка носит, скорее, характер коррекции после продолжительного их нахождения на низких уровнях в предналоговый период под давлением задержавшегося в платежной системе излишка в RUB200 млрд. от погашения ОБР.

Потенциальное воздействие на ликвидность от предстоящего аукциона ОФЗ (20 апреля, RUB20 млрд.) и аукциона **ОБР-18** (21 апреля, RUB25 млрд.) расценивается нами близким к нейтральному. Даже если участники рынка не прибегнут к привлечению фондирования под покупку этих ценных бумаг на сегодняшнем депозитном аукционе Минфина (до RUB50 млрд.), имеющегося в платежной системе запаса ликвидных активов вполне достаточно для финансирования этих аукционов без последствий для ставок. Гораздо *большую* угрозу для ставок денежного рынка представляют ближайшие выплаты по 1/3 НДС за 1К 2011 г. (около RUB110-120 млрд., по нашим оценкам, до 20 апреля) и платежи по НДС и акцизам (около RUB190-195 млрд., до 25 апреля), способные вызвать небольшое постепенное удорожание привлечения на денежном рынке до конца недели, но, на наш взгляд, не более чем на 0.2-0.4 п.п.

### Рубль стабилен к корзине; в ближайшие дни наиболее вероятен боковой тренд, ближе к выплате НДС – умеренное укрепление

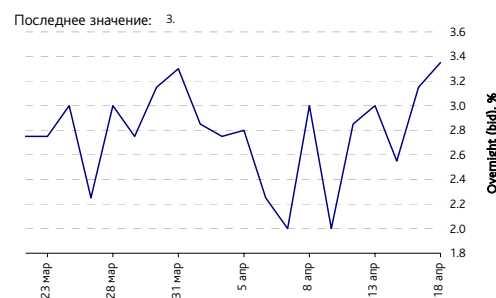
С открытия на отметке RUB33.7, курс рубля уже к обеду укрепился до RUB33.65 за бивалютную корзину, после чего подавляющую часть дня не выходил из этого диапазона, скорректировавшись до RUB33.73 на закрытие.

На наш взгляд, именно сочетание подросшего курса доллар-рубль, постепенного исчерпания запасов рублевой ликвидности из-за страховых взносов и приближения новых платежей привело, наконец, к конвертации ранее придерживаемой экспортерами валютной выручки, с последовавшим заметным укреплением рубля в пятницу и на протяжении подавляющей части торговой сессии в понедельник.

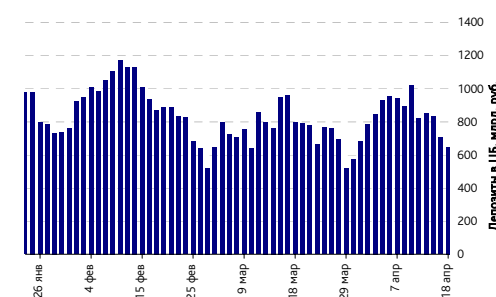
Смещение равновесия валютного рынка в сторону большего предложения валюты и заметное повышение торговой активности (USD4.0 млрд. против USD3.6 млрд. накануне) в секции рубль-доллар расчетами завтра привело к существенному росту коротких ставок по валютным свопам – если на прошлой неделе они не превышали 2.9%, то во второй половине торгов в понедельник они подскочили до 3.0-3.3%.

Мы полагаем, что в случае сохранения повышенного спроса на рубли со стороны экспортеров, сопротивление Банка России в виде интервенционных покупок валюты (около USD150 млн. целевых покупок в день) будет нейтрализовано, в результате чего курс рубля к бивалютной корзине в ближайшие дни, скорее, будет демонстрировать минимальные отклонения от текущего уровня, но ближе к выплате НДС возможен небольшой рост, но не более чем до RUB33.5.

### Ставка overnight (максимум, bid)



### Депозиты в ЦБ РФ





**Рублевый долг – торговая активность в понедельник была низкой, сообщение о пересмотре суверенного рейтинга США усилило преобладавшее в течение дня снижение цен**

В рублевом долге торговая сессия в понедельник была достаточно вялой – невысокие обороты торгов, в разрезе эшелонов сильных ценовых движений не было. В целом по рынку снижение цен началось после полудня, влияние «заокеанских» новостей по суверенному рейтингу США также не осталось незамеченным – во многих даже ликвидных выпусках заявки на покупку просто исчезли.

Снизившийся объем торгов способствовал сильным ценовым подвижкам в отдельных выпусках, в частности – **ОФЗ 25077** (-30 бп по цене, YTM 7.29%). В дюрации до 3 лет наибольшие объемы сделок присутствовали в **ОФЗ 25078** (-10 бп, YTM 5.66%) и **ОФЗ 25068** (-39 бп, YTM 6.34%). 10-летний **ОФЗ 26205** снизился на 21 бп (YTM 8.01%).

В корпоративном секторе также преобладали продажи. В первом эшелоне из ликвидных покупался только выпуск **Транснефть-З** (+12 бп).

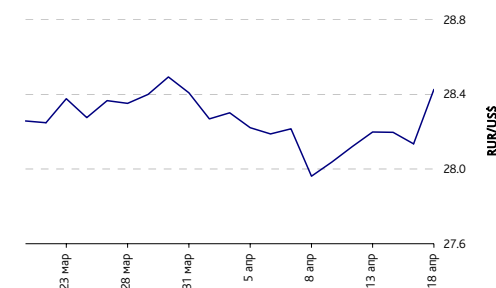
Мария Помельникова, [maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, [roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

☎ 647-23-64

Курс рубль/доллар







## ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

### ТРАНСПОРТ

**Совкомфлот (Baa3/NR/BBB-): отчетность слабая, но господдержка пока не дает поводов усомниться в способности погашать долги; евробонд непривлекателен для покупок**

Вчера Совкомфлот представил консолидированную отчетность по МСФО за 2010 год, результаты которой мы считаем неудовлетворительными. На фоне волатильности мировых рынков ставки фрахта оказались в среднем ниже, чем по итогам 2009 года, и хотя компании удалось нарастить выручку и даже получить чистую прибыль, в отличие от ряда своих зарубежных конкурентов, эффективность бизнеса и кредитные метрики пострадали.

Основной проблемой в 2010 году вновь был отрицательный свободный денежный поток (см. таблицу), который пришлось финансировать на долговом рынке. При этом снизились и операционные денежные потоки, что неудивительно: около трети выручки Совкомфлот генерирует за счет спотовых контрактов, а ставки фрахта в 2010 году были ниже, чем годом ранее. Вообще сейчас фрахт находится очень близко к минимумам за последнее десятилетие, что означает, что проблемы танкерных операторов, скорее всего, продолжатся.

Еще одним негативным фактором для денежных потоков стало продолжающееся расширение флота компании. Владея 135 судами на конец 2010 года, компания приобрела 13 из них за отчетный период, а портфель заказов насчитывает еще 19 (общим дедвейтом в 20% от уже имеющегося). На наш взгляд, инвестиционные аппетиты не позволят в ближайшие годы существенно улучшить динамику по денежным потокам.

Как мы уже сказали, Совкомфлоту пришлось увеличивать заимствования, в результате чего финансовый долг вырос с USD2.6 млрд. до USD3.0 млрд., что транслировалось в увеличение показателя «Долг/EBITDA» до 6.0х.

Впрочем, отметим пару существенных позитивных сторон кредитного качества Совкомфлота. Во-первых, господдержка позволяет компании получать очень крупные контракты как с российскими, так и с зарубежными клиентами. Во-вторых же (мы связываем это именно с господдержкой), структура долгового портфеля и позиция ликвидности у компании довольно комфортные. Выплаты по долгу равномерно распределены на ближайшие 4 года (по USD170-250 млн. в год). А подушка ликвидности покрывает объем погашений на ближайшие два года.

Мы считаем, что на динамику котировок евробонда **Sovcomflot 17** оказывает большее влияние возможность скорой приватизации части госпакета в компании и неизбежный вывод бумаг из списка EMBI+. Вчера выпуск опустился до 97.7% от номинала, и мы не ожидаем его динамики лучше рынка в обозримом будущем.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СОВКОМФЛОТА

| МСФО, USD млн.                     | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Выручка                            | 1,243 | 1,634 | 1,222 | 1,313 |
| Тайм-чартерный эквивалент          | 976   | 1237  | 932   | 944   |
| EBITDA                             | 600   | 797   | 475   | 466   |
| Чистая прибыль                     | 471   | 406   | 185   | 164   |
| Чистый операционный денежный поток | 504   | 749   | 414   | 360   |
| Капвложения и приобретение ДЗО     | 664   | 716   | 424   | 560   |
| Свободный денежный поток           | -157  | 137   | -7    | -289  |
| Совокупный долг в т.ч.             | 2,274 | 2,417 | 2,643 | 2,956 |
| Краткосрочный долг                 | 153   | 219   | 251   | 225   |
| Денежные средства и эквиваленты    | 294   | 298   | 336   | 512   |
| Активы                             | 5,275 | 5,694 | 6,002 | 6,513 |
| <b>Показатели</b>                  |       |       |       |       |
| EBITDA margin                      | 48.3% | 48.7% | 38.9% | 35.5% |
| EBITDA/проценты (х)                | 5.5   | 7.7   | 5.0   | 4.3   |
| Долг/EBITDA (х)                    | 3.8   | 3.0   | 5.2   | 6.0   |
| Чистый долг/EBITDA (х)             | 3.3   | 2.7   | 4.5   | 5.0   |
| Долг/Собственный капитал (х)       | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 0.9   |

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Сергей Гончаров, [sergey.goncharov@trust.ru](mailto:sergey.goncharov@trust.ru)  
☎ 786-23-48



## ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

### НКНХ (B1/NR/B) хорошо отчитался по МСФО за 2010 г.; операционные показатели выросли кратно; долговая нагрузка заметно снизилась

В минувшую пятницу крупный игрок российской нефтехимической отрасли – НКНХ – впервые за последние 2 года опубликовал консолидированную отчетность по МСФО.

#### КОММЕНТАРИЙ

Компания в 2010 г. продемонстрировала внушительный рост операционных показателей: выручка увеличилась более чем на 50% и превысила докризисные уровни. Показатель EBITDA практически утроился – до RUB16.1 млрд., в результате чего рентабельность по EBITDA достигла рекордных для компании 16.7%. Позитивная динамика операционных показателей во многом была обусловлена высокими ценами на продукты нефтехимии; в частности, цены на основную продукцию НКНХ – каучук – выросли за 2010 г. более чем на 50%. Однако высокие цены на нефть означают для НКНХ и существенный рост издержек на сырье: в 2010 г. компания зафиксировала 56%-ное увеличение этой статьи расходов.

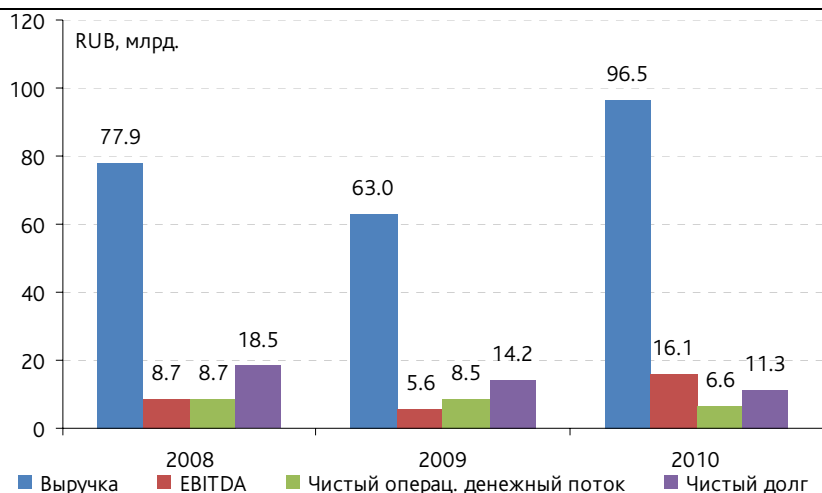
#### ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НКНХ

| МСФО, RUB млрд.                 | 2008 | 2009 | 2010 | 10/09  |
|---------------------------------|------|------|------|--------|
| Выручка                         | 77.9 | 63.0 | 96.5 | 53.2%  |
| EBITDA                          | 8.7  | 5.6  | 16.1 | 190.4% |
| Чистая прибыль                  | 1.1  | -0.6 | 8.9  |        |
| Чистый операц. денежный поток   | 8.7  | 8.5  | 6.6  | -21.7% |
| Капвложения и M&A               | 7.9  | 3.1  | 3.0  | -3.8%  |
| Свободный денежный поток        | 0.8  | 5.4  | 3.7  | -32.0% |
| Совокупный долг                 | 20.2 | 16.8 | 14.1 | -16.5% |
| Краткосрочный долг              | 7.8  | 7.6  | 6.0  | -21.6% |
| Денежные средства и эквиваленты | 1.7  | 2.7  | 2.8  | 4.8%   |
| Активы                          | 57.6 | 55.4 | 57.9 | 4.5%   |
| <b>Показатели</b>               |      |      |      |        |
| EBITDA margin, %                | 11.2 | 8.8  | 16.7 |        |
| EBITDA/проценты                 | 7.4  | 4.3  | 12.9 |        |
| Долг/EBITDA                     | 2.3  | 3.0  | 0.9  |        |
| Чистый долг/EBITDA              | 2.1  | 2.6  | 0.7  |        |
| Долг/Собственный капитал        | 0.7  | 0.6  | 0.4  |        |

Источник: данные компании, расчеты НБ «Траст»

В 2010 г. долговые проблемы НКНХ в значительной степени были решены: совокупный долг компании снизился на RUB2.7 млрд., а чистый долг достиг RUB11.3 млрд. Благодаря отличной динамике операционных показателей долговая нагрузка НКНХ в терминах «Чистый долг/EBITDA» снизилась до 0.7х, что, на наш взгляд, является очень комфортным уровнем.

#### ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ НКНХ



Источники: данные компании, расчеты НБ «Траст»



НКНХ планирует в 2011 г. получить выручку в размере около RUB114 млрд. (+18%) при сохранении рентабельности на текущем уровне. При выполнении этих планов компания может вернуться к проекту строительства завода по производству этилена, который был заморожен в кризисный период. Точных планов по капитальным затратам на ближайший год компания не раскрывает.

На рынке присутствует реструктурированный выпуск еврооблигаций НКНХ с погашением в 2012 г. Бумага обладает невысокой ликвидностью, однако по состоянию на сегодняшнее утро небольшие объемы можно купить с доходностью около 5.30-5.40% годовых. Курсового роста в этой бумаге по причине ее небольшой дюрации ожидать не стоит, однако ее можно рассматривать как инвестицию до погашения: на наш взгляд, серьезных угроз для кредитоспособности НКНХ сейчас нет.

Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89

#### БАНКИ И ФИНАНСЫ

### **Казахстанскому банку «ЦентрКредит» (B1/NR/B) понижен рейтинг от Moody's с «Ba3» до «B1»; нейтрально относимся к еврооблигациям банка**

*Вчера рейтинговое агентство Moody's понизило рейтинг казахстанского банка «ЦентрКредит» на одну ступень до «B1».*

*Основанием послужили итоги банка за 2010 год, в соответствии с которыми ухудшилась позиция достаточности капитала ввиду роста отчислений в резервы по мере ухудшения качества кредитного портфеля.*

*Так, по итогам 2010 года доля просроченных кредитов в кредитном портфеле выросла до 20.2%. К тому же 8.1% от всех кредитов составляют реструктурированные займы. Аналитики отмечают, что существенное сокращение NIM до 1.2% (3.5% в 2009), как и рост отчислений в резервы, привели к негативным операционным итогам в 4К 2010. Все это представляет собой угрозу для стабильности финансового профиля банка в дальнейшем, что отражено в негативном прогнозе по рейтингу.*

*В то же время у банка остается значительный запас ликвидных средств, которые занимают около 36.6% активов банка по итогам 2010 года.*

#### **КОММЕНТАРИЙ**

Мы считаем новость негативной для кредитного профиля банка, однако не ожидаем реакции в еврооблигациях, поскольку негативные тенденции финансовых показателей, на наш взгляд, уже отражены в котировках.

К сожалению, полная версия отчетности по МСФО за 2010 год еще не доступна, хотя уже по итогам 9М 2010 мы наблюдали отмеченные аналитиками тенденции. Так, за 9М 2010, по нашим оценкам, NIM сократилась на 1.9 п.п., а доля NPLs (свыше 90 дней) увеличилась на 4.4 п.п. до 7.6% в портфеле.

В свою очередь отметим, что уровень достаточности капитала составлял комфортные 24.2%, по данным МСФО за 9М 2010. Мы также высоко оцениваем потенциал поддержки со стороны акционеров, в том числе в отношении вливаний средств в капитал. Поэтому, несмотря на ухудшение, отмечаемое рейтинговыми агентствами, мы рассчитываем на поддержку акционеров в лице корейского Kookmin Bank и IFC.

На данный момент еврооблигации банка **CentrCredit 14** (YTM 7.72%) предлагают премию к бумагам АТФ Банка и Казкоммерцбанка на уровне 100-130 бп, и мы не ожидаем сужения спредов в краткосрочной перспективе.

Юлия Сафарбакова, [yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)  
☎ 647-23-59

#### ТОРГОВЛЯ

### **Аптеки 36.6 (NR) опубликовали отчетность за 9М 2010 г и операционные результаты за весь 2010 г.; кредитные риски компании по-прежнему крайне высоки; облигации – исключительно высокорискованный спекулятивный инструмент**

*Вчера Аптечная сеть 36.6 опубликовала отчетность за 9М 2010 г. и операционные показатели за весь 2010 г.*





## КОММЕНТАРИЙ

Опубликованная вчера финансовая отчетность продемонстрировала плачевное состояние розничного сегмента бизнеса компании. При падении консолидированной выручки на 9%, этот показатель розничного сегмента бизнеса снизился вдвое сильнее. EBITDA розницы находится вблизи нулевого значения, что несколько лучше, чем показатели нескольких предыдущих кварталов, где EBITDA розницы была в отрицательной области. Положение несколько спасает Верофарм: при доле в совокупной выручке около 30%, его рентабельность по EBITDA близка к 35%.

Операционные результаты по итогам года продемонстрировали негативную картину: при небольшом росте среднего чека по итогам 2010 г. (+8.2%), трафик в годовом выражении вырос всего на 2%, вернувшись к значениям годовой давности. Фактически трафик в аптеках компании снижается с начала 2009 г.

Негативно для Аптек 36.6 выглядит динамика операционного денежного потока, который хронически находится на отрицательной территории. По итогам 9М 2010 г. он достиг рекордного отрицательного значения в –RUB2.1 млрд.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АПТЕК 36.6

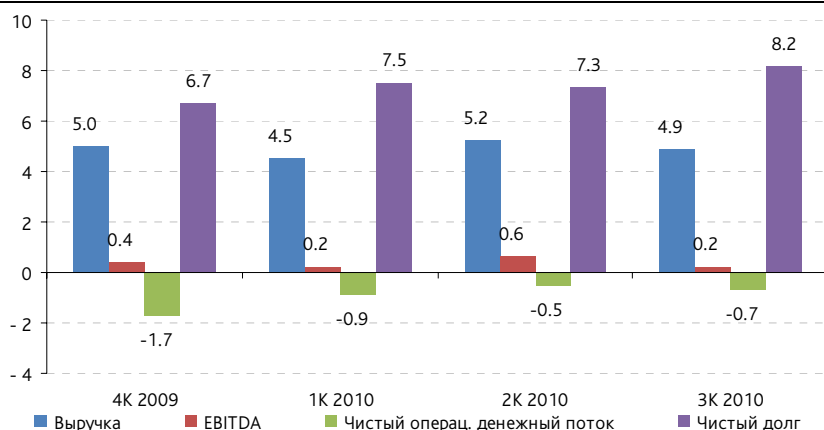
| МСФО, RUB млрд.                 | 9М 09 | 1П 10 | 9М 10 | ЗК/ЗК | ЗК10/ЗК09 |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| Выручка                         | 16.0  | 9.7   | 14.6  | -7%   | -9%       |
| Розница                         | 12.4  | 6.7   | 10.1  | 3%    | -18%      |
| Верофарм                        | 3.2   | 2.7   | 3.9   | -26%  | 22%       |
| EBITDA                          | 1.0   | 0.9   | 1.1   | -68%  | 9%        |
| Чистая прибыль                  | -0.8  | -0.5  | -0.4  |       | -49%      |
| Чистый операц. денежный поток   | -0.7  | -1.4  | -2.1  |       |           |
| Капвложения и M&A               | 0.1   | 0.1   | 0.1   | 5%    | 10%       |
| Свободный денежный поток        | -0.8  | -1.5  | -2.3  |       |           |
| Совокупный долг                 | 5     | 7.9   | 9.3   | 18%   | 81%       |
| Краткосрочный долг              | 3.6   | 2.1   | 4.0   | 90%   | 11%       |
| Денежные средства и эквиваленты | 0.6   | 0.6   | 1.1   | 96%   | 102%      |
| Активы                          | 17    | 18    | 19    | 5%    | 10%       |
| <b>Показатели</b>               |       |       |       |       |           |
| EBITDA margin                   | 6.1%  | 8.8%  | 7.3%  |       |           |
| EBITDA/проценты                 | 2.0   | 1.3   | 1.2   |       |           |
| Долг/EBITDA*                    | 4.4   | 5.7   | 6.4   |       |           |
| Чистый долг/EBITDA*             | 3.9   | 5.3   | 5.7   |       |           |
| Долг/Собственный капитал        | 1.2   | 1.5   | 1.9   |       |           |

\* Значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, расчеты НБ «Траст»

Ситуация с долгом у Аптек 36.6 остается крайне тяжелой: совокупный долг за год практически удвоился, превысив значение в RUB9.3 млрд. При невысоких операционных показателях это приводит к долговой нагрузке в терминах «Чистый долг/EBITDA» на уровне 5.7х. Учитывая тот факт, что продажи и совокупная рентабельность не демонстрируют позитивной динамики, кредитное качество компании вряд ли будет улучшаться в ближайшие годы.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ АПТЕК 36.6



Источник: данные компании, расчеты НБ «Траст»



Рублевые облигации Аптек 36.6 имеют высокую ликвидность (каждый день происходит несколько десятков сделок небольшими объемами), однако, на наш взгляд, эти бумаги могут быть интересны только очень рисковым спекулянтам, нацеленным на высокую абсолютную доходность, так как бонды Аптек 36.6 предлагают около 19.50% годовых при дюреции около 0.6 года.

*Дмитрий Турмышев, [dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)  
☎ 647-25-89*



## Последние размещения

| Выпуск                | Объем<br>, млн. | Купон,<br>% | Лет до<br>погашения/<br>оферта | УТМ /<br>УТР, % |
|-----------------------|-----------------|-------------|--------------------------------|-----------------|
| Иркутскэнерго-16о     | 3000            | 7.6         | 3                              | 7.75            |
| Первобанк-26о         | 1500            | 8.5         | 3 / 1                          | NA / 8.68       |
| СКБ-Банк-56о          | 2000            | 8.25        | 3 / 1                          | NA / 8.42       |
| Куйбышевазот-Инвест-4 | 2000            | 8.6         | 5 / 3                          | NA / 8.79       |
| ВЭБ-Лизинг-3          | 5000            | 7.5         | 10 / 3                         | NA / 7.64       |
| ВЭБ-Лизинг-4          | 5000            | 8.6         | 10 / 5                         | NA / 8.79       |
| ВЭБ-Лизинг-5          | 5000            | 8.6         | 10 / 5                         | NA / 8.79       |
| НФК Банк-16о          | 2000            | 10          | 3 / 1                          | NA / 10.25      |
| МосковКредБанк-46о    | 4000            | 8           | 3 / 1                          | NA / 8.16       |
| РУСАЛ Братск-8        | 15000           | 8.5         | 10 / 4                         | NA / 8.68       |

## Налоговые выплаты

| Дата      | Налог            |
|-----------|------------------|
| 20 апреля | НДС              |
| 25 апреля | НДПИ и акцизы    |
| 28 апреля | Налог на прибыль |

## Ближайшие выпуски

| Ориентир<br>Дата | Выпуск                | Объем<br>, млн. | Купон | Лет до<br>погашения/<br>оферта |
|------------------|-----------------------|-----------------|-------|--------------------------------|
| 19 апр 11        | АИЖК-19               | 6000            | 7.7   | 14 / 4                         |
| 19 апр 11        | Ярославская Обл-34010 | 3000            | 8     | 3                              |
| 19 апр 11        | Крайинвестбанк-16о    | 1500            | 9.25  | 3 / 1                          |
| 21 апр 11        | Татфондбанк-26о       | 2000            | TBD   | 3 / 1                          |
| 25 апр 11        | РусГидро-1            | 10000           | TBD   | 10                             |
| 25 апр 11        | РусГидро-2            | 10000           | TBD   | 10                             |

## Ближайшие оферты

| Дата      | Выпуск             | Объем,<br>RUB<br>млн. | Текущи<br>й купон | Новый<br>купон | След.<br>оферта/<br>Погашен<br>ие |
|-----------|--------------------|-----------------------|-------------------|----------------|-----------------------------------|
| 22 апр 11 | Минплита Финанс    | 500                   | 20                |                | 22 апр 11                         |
| 22 апр 11 | Объед. Кондитеры-2 | 3 000                 | 15                | 10.5           | 18 апр 12                         |
| 25 апр 11 | Газпром нефть-4    | 10 000                | 16.7              | 8.2            | 10 апр 18                         |
| 25 апр 11 | Мой Банк-5         | 5 000                 | 12.96             | 10             | 19 апр 12                         |
| 25 апр 11 | МосСельПром-2      | 1 500                 | 14                | 12.25          | 12 апр 12                         |
| 26 апр 11 | Каспийская энергия | 1 000                 | 15.8              | 12.5           | 24 апр 12                         |
| 26 апр 11 | ПромТрактор-3      | 5 000                 | 18                | 18             | 1 авг 11                          |
| 26 апр 11 | ЧТПЗ-3             | 8 000                 | 8                 | 8              | 24 апр 12                         |
| 27 апр 11 | Разгуляй Фин.-5    | 2 000                 | 0                 | 0              | 17 июл 11                         |
| 29 апр 11 | Первобанк-16о      | 1 500                 | 10                |                |                                   |
| 5 май 11  | БИН Банк-2         | 1 000                 | 10.5              |                |                                   |
| 5 май 11  | МКБ-5              | 2 000                 | 8.5               |                |                                   |
| 16 май 11 | РосБанк -5         | 5 000                 | 12                | 7.4            | 7 ноя 14                          |
| 16 май 11 | РосБанк-3          | 5 000                 | 12                | 6.9            | 6 ноя 13                          |
| 18 май 11 | РЖД-09             | 15 000                | 0.1               |                |                                   |
| 19 май 11 | МТС-4              | 15 000                | 16.75             |                |                                   |
| 20 май 11 | Авангард Банк-3    | 1 500                 | 9.25              |                |                                   |
| 20 май 11 | Белон-2            | 2 000                 | 17                | 17             | 25 авг 11                         |

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

#### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

#### Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64  
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94  
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

#### Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48  
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59  
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

#### Выпускающая группа

Татьяна Андриевская  
Николай Порохов  
[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

#### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

#### Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58  
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

#### Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39  
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90  
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67  
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

#### Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

### REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

### BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленные информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранцы инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.