

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **UST:** доходности отходят от минимумов, объемы на депозитарных с четах нерезидентов в ФРС вновь растут
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** рынок в четверг растерял почти весь рост среды из-за продолжающегося снижения цен на нефть
- **Российский долговой рынок:** на открытии вероятно слабая положительная динамика; ждем важных макроданных из США и Европы
- **РСХБ** исполнит колл-опцион по бондам **RusAgrBank 16;** считаем решение банка и экономически обоснованным, и дружелюбным знаком для инвесторов ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Несмотря на продолжающийся **отток ликвидности**, ставки денежного рынка остаются на месте
- **Невостребованность ОБР-19** ослабила риски ликвидности, но с началом уплаты налогов удорожания финансирования не избежать
- **«Раздача»** в среднем и длинном сегментах **суверенной кривой**, ОФЗ 26204 сумел удержаться выше 99% от номинала
- Размещение облигаций **Разгуляя** как повод задуматься над судьбой эмитентов **3-го эшелона**, особенно из сектора АПК ([стр. 4-5](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- Интенсивность **покупок валюты** Банком России остается прежней – позитивно для **курса рубля**
- Необходимость подавления **инфляции** ослабила контроль над **курсом**; ЦБ сделает ставку на **укрепление рубля**
- **Топливный кризис** найдет отражение в ускорении **инфляции**; прогноз **МЭР** на май в **0.5%** близок к реальности ([стр. 6-7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Русал:** потеря выгодных контрактов на электроэнергию остается основным риском; ждем получения рейтингов и евробондов, вероятно, уже к осени
- **Газпром нефть:** «заморозка» цен на нефтепродукты не сказалась существенно на компании в 1К 2011; высокая М&А-активность сохраняется, в связи с чем заимствования на долговых рынках продолжатся
- **КуйбышевАзот** раскрыл позитивную отчетность по МСФО за 2010 г.; операционные показатели выросли благодаря сегменту капролактама; облигации выглядят перекупленными
- **Акрон** стал еще одним претендентом на Россошанские «Минудобрения»; шансы покупки невелики; размещаемые бонды маркируются агрессивно
- **Мироновский Хлебопродукт** раскрыл нейтральную отчетность по МСФО за 1К 2011 г; мясной сегмент остается ключевым драйвером роста показателей; евробонды оценены справедливо ([стр. 8-12](#))

СЕГОДНЯ

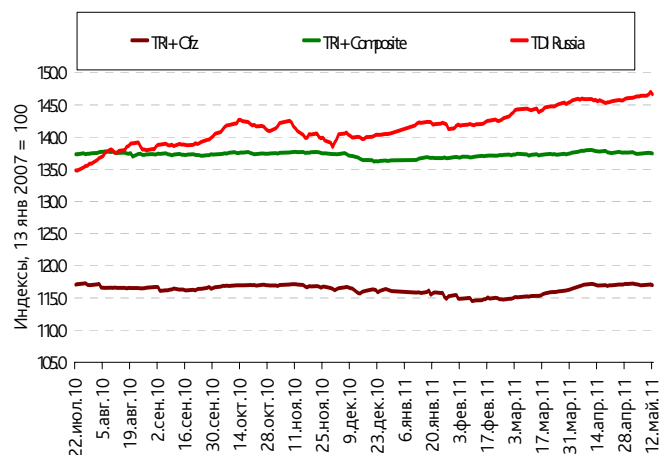
- Статистика **США:** инфляция, индекс доверия потребителей Мичиганского университета
- Статистика **еврозоны:** ВВП

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↑ 194.00	10.00	27.00	-5.00
EMBI+ spread	↑ 306.08	26.16	45.38	64.95
Russia 30 Price	↓ 117.36	- 2/8	+1	+1 6/8
Russia 30 Spread	↓ 132.20	-1.30	+10.90	-16.30
Russia 5Y CDS	↑ 131.88	+0.04	+3.66	-14.63
UST 10y Yield	↑ 3.212	+0.06	-0.28	-0.12
BUND 10y Yield	↓ 3.121	-0.00	-0.31	+0.20
UST 10y/2y Yield	↑ 262.5	+2	-11	-11
Mexico 33 Spread	↓ 227	-4	+0	-5
Brazil 40 Spread	↓ 105	-7	-21	+156
Turkey 34 Spread	↓ 285	-8	+6	+28
ОФЗ 26199	↓ 5.27	-0.09	+0.08	-0.97
Москва 50	↑ 4.93	+0.39	+0.17	-0.95
Мособласть 8	↓ 7.20	-0.12	+0.15	-1.32
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
MTC 3	↓ 6.66	-0.32	-0.84	-0.80
Руб / \$	↑ 27.947	+0.083	-0.167	-2.403
\$ / EUR	↑ 1.424	+0.005	-0.025	+0.089
Руб / EUR	↓ 39.693	-0.172	-1.067	-0.794
NDF 1 год	↑ 4.520	+0.060	+0.420	-0.180
RUR Overnight	↓ 2.50	-0.3	-0.0	
Корсчета	↓ 705.5	-22.20	+115.00	-182.80
Депозиты в ЦБ	↑ 474.3	+1.80	-359.20	-95.30
Сальдо опер. ЦБ	↑ 328.10	+4.70	-191.90	+391.90
RTS Index	↑ 1936.77	+2.34%	-4.73%	+9.27%
Dow Jones Index	↑ 12760.36	+1.03%	+3.87%	+9.34%
Nasdaq	↑ 2871.89	+0.94%	+4.05%	+6.70%
Золото	↑ 1522.68	+1.23%	+3.11%	+7.63%
Нефть Urals	↑ 113.93	+3.47%	-3.91%	+23.57%

TRUST Bond Indices

	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↑ 254.73	0.02	1.15	9.16
TRIP Composite	↓ 235.92	-0.11	-0.56	1.73
TRIP OFZ	↓ 185.87	-0.13	0.11	1.87
TDI Russia	↓ 229.85	-0.54	1.73	7.60
TDI Ukraine	↓ 231.53	-0.23	2.33	9.23
TDI Kazakhs	↓ 188.37	-0.53	0.37	6.50
TDI Banks	↓ 229.33	-0.42	2.14	8.55
TDI Corp	↓ 242.68	-0.51	1.04	7.99

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices


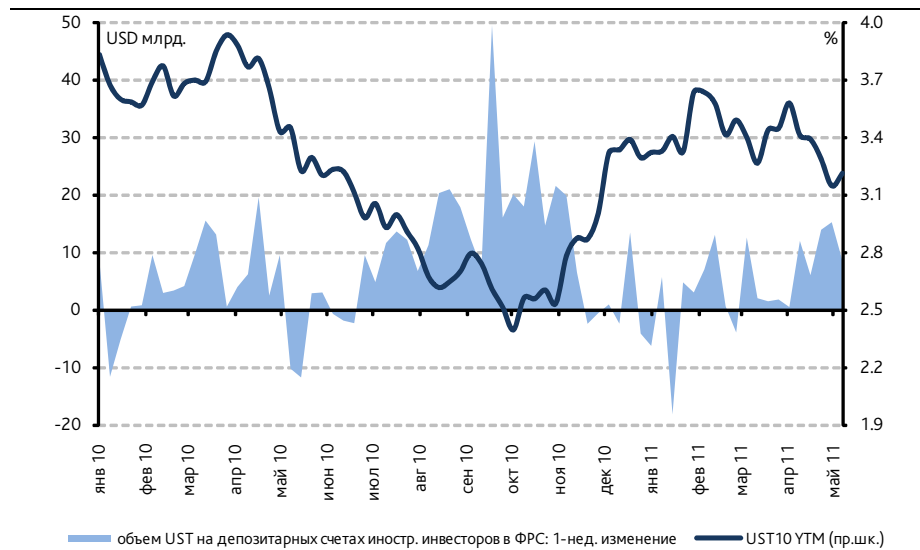


ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

UST: доходности отходят от минимумов, объемы на депозитарных счетах нерезидентов в ФРС вновь растут

Обнародованные вчера недельные данные по изменению баланса ФРС показали сохранение высокого спроса на UST со стороны нерезидентских счетов. Объем UST (среднее значение за неделю 5-11 мая) на депозитарных счетах нерезидентов в ФРС вырос на USD8.7 млрд., что несколько меньше пиковых приростов в предшествовавшие пару недель (на USD14.1 млрд. за неделю до 27 апреля, на USD15.4 млрд. за неделю до 4 мая).

ДИАГРАММА. 1-НЕДЕЛЬНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ ОБЪЕМОВ UST НА ДЕПОЗИТАРНЫХ СЧЕТАХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИТОРОВ В ФРС И ДОХОДНОСТЬ UST10, ЯНВАРЬ 2010 – МАЙ 2011, НЕДЕЛЬНЫЕ ЗНАЧЕНИЯ



Источник: <http://www.federalreserve.gov>, Bloomberg

В специальном обзоре «Госдолг США – продержаться до 2 августа» мы уточнили наш краткосрочный взгляд на динамику рынка UST. Озвучив ожидания наблюдаемого сейчас отскока доходностей от достигнутых минимумов, в качестве краткосрочного видения доходности **UST10** мы озвучили уровень не выше 3.30-3.40%. Говоря о «тайминге», мы считаем данный взгляд актуальным вплоть до появления более понятных сигналов от ФРС относительно его действий по продолжению/прекращению стимулирования экономики после QE2.

Аукционы по длинным выпускам UST на уходящей неделе (**UST10** в среду, **UST30** в четверг) прошли неплохо. На аукционе **UST10** доля Indirect Bids, отражающих интерес нерезидентов, в удовлетворенных заявках составила порядка 47%, а переспрос достиг 3.0x. Коэффициент переспроса на аукционе **UST30** составил 2.43x.

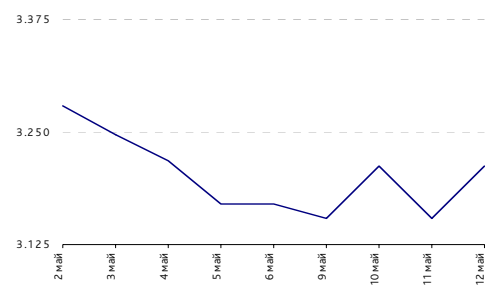
Отметим также, что вчерашнее выступление Б. Бернанке в Комитете по вопросам банковской деятельности Сената вопросы экономики и монетарной политики не затрагивало.

Итоги торгов по еврооблигациям: рынок в четверг растерял почти весь рост среды из-за продолжающегося снижения цен на нефть

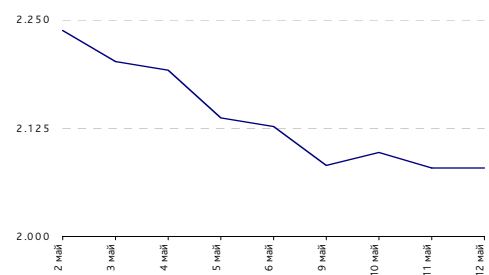
Дружный рост котировок, наблюдавшийся на рынке российских суверенных и корпоративных евробондов в среду, сменился в четверг почти таким же дружным падением. Таким образом участники торгов отреагировали на продолжающееся снижение цен на нефть, а небольшая положительная коррекция по «черному золоту», наметившаяся ближе к концу сессии, не привела к смене настроений.

Среди нефтегазовых компаний наибольшие потери понесли длинные евробонды Газпрома – выпуски по итогам торгов потеряли 100 бп соответственно. Волна негатива в четверг также привела к отрицательному изменению в котировках бумаг Евраз (-30-50 бп) и Северстали (-10-25 бп), равно как и длинных выпусков ВымпелКома (-30 бп). В секторе квазисуверенных банков инвесторы решили избавиться от долгосрочных рисков Россельхозбанка (-25 бп), а также евробондов ВЭБа (-20-30 бп) и ВТБ (-30-80 бп).

US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





Российские суверенные евробонды также не пользовались спросом – выпуск **Russia 30** по итогам дня сбросил 44 бп – до 117.22% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** вновь сохранился на близком к 130 бп уровне. Стоит отметить, что определенная коррекция наблюдалась также в белорусских суверенных бумагах – **Belarus 15** и **Belarus 18** подешевели на 35 и 40 бп соответственно.

Российский долговой рынок: на открытии вероятно слабая положительная динамика; ждем важных макроданных из США и Европы

Торги пятницы на российском долговом рынке пройдут при традиционной низкой активности, а на открытии может сложиться слабая положительная динамика. Нефть марки Brent с утра в пятницу торгуется примерно на USD1 выше уровня закрытия основных торгов в России в четверг, что может оказать умеренную поддержку рынку. Настроение инвесторам может немного испортить фондовая Азия, торгующаяся в красной зоне, и снижающийся на 0.1% фьючерс на американский индекс S&P500. Тем не менее биржи США накануне завершили сессию ростом показателей на фоне наметившегося роста цен на «черное золото».

В свою очередь повышение ЦБ Китая пятый раз с начала года норм резервирования для банков, а также сохраняющаяся напряженность на долговых рынках Европы вряд ли будет иметь эффект на динамику торгов в пятницу – эти факторы либо уже были отыграны днем ранее, либо вообще мало интересуют рынки в последнее время. Из статистики важными нам представляются публикация данных по ВВП еврозоны и потребительским ценам в США в 13:00 и 16:30 МСК соответственно.

РСХБ (Ваа1/-/BBB) исполнит колл-опцион по бондам RusAgrBank 16; считаем решение банка и экономически обоснованным, и дружелюбным знаком для инвесторов

Вчера вечером РСХБ уведомил пресс-релизом о том, что намерен выкупить субординированный евробонд **RusAgrBank 16** по опциону call в сентябре 2011 г. Цена вопроса для банка не слишком большая, так как в обращении находится всего USD500 млн. Тем не менее шаг со стороны эмитента выглядит экономически обоснованным: банк платит по купону почти 7.00% годовых, что выглядело бы излишне дорого для государственного банка на сроке 5 лет. Так, «старшие» еврооблигации банка с дюрацией 6 лет торгуются чуть выше 5.00%. Мы считаем, что даже в текущей кредитной форме, характеризующейся низкой NIM и последовательным ростом NPLs вопреки общему рыночному тренду, РСХБ мог бы разместить субординированные обязательства на срок 5 лет не выше 6.00%.

Нам также импонирует практика исполнения колл-опционов крупными российскими банками. Она вносит некую прогнозируемость для долгового рынка и выглядит проявлением лучшей практики. Среди российских банков примеру РСХБ в недавнем прошлом последовал только Альфа-Банк, а вот государственные ВТБ, Банк Москвы, а также частный Русский стандарт предпочли оставить бумаги в рынке. Остается добавить, что **RusAgrBank 16** стоит 100.70% от номинала и после вчерашней новости рост котировок в нем, определенно, закончится.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

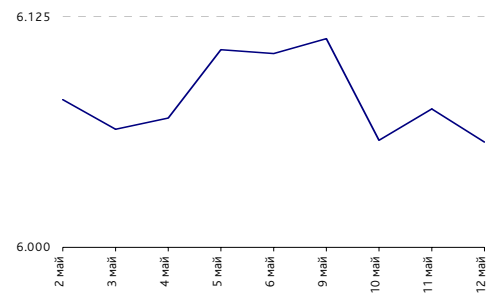
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Несмотря на продолжающийся отток ликвидности, ставки денежного рынка остаются на месте

Продолжение оттока ликвидности из платежной системы в четверг мы склонны связывать с отсутствием вчера встречных бюджетных поступлений, обеспечивающих львиную долю пополнения «копилки» банковской системы. Остатки на корсчетах упали на RUB18.4 млрд. (до RUB687.1 млрд.), перекрыв скромный прирост депозитов - на RUB1.1 млрд. (до RUB 474.3 млрд.). В результате чистая ликвидная позиция «потеряла» очередные RUB17.3 млрд., оставшись при этом достаточно высокой – RUB1.4 трлн.

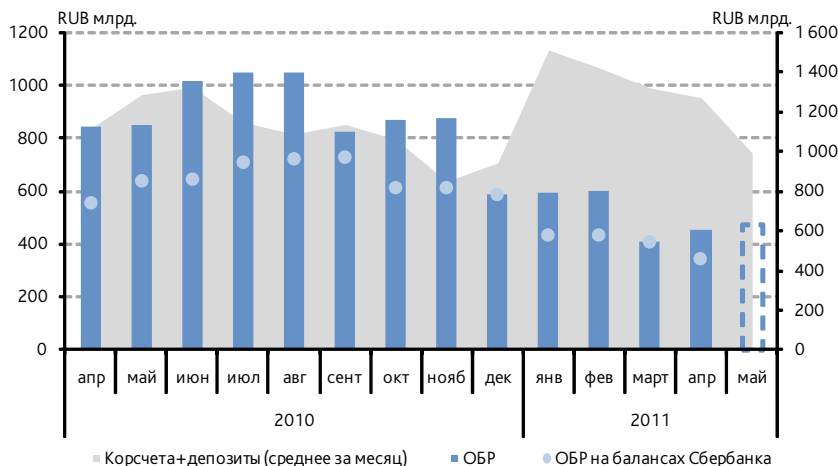
В целом ситуация с ликвидностью остается довольно сбалансированной, что находит отражение в сохранении привычного уровня ставок денежного рынка. Вчера днем межбанковские кредиты на 1 день торговались даже несколько дешевле, чем накануне – 3.15-3.4%, а на закрытие стоили привычные 3.0-3.25%. Не стал исключением сегмент междилерского РЕПО на 1 день, где ставки под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона закрепились на отметке 3.8% (-1 бп) и 3.74% (-1 бп) соответственно.

Невостребованность ОБР-19 ослабила риски ликвидности, но с началом уплаты налогов удорожания финансирования не избежать

Ставка overnight (максимум, bid)



ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ОБР И ЛИКВИДНОСТИ, 2010-2011 ГГ.



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

Итоги вчерашнего аукциона по размещению нового выпуска **ОБР-19** полностью подтвердили наши ожидания относительно крайне низкого спроса на этот инструмент в условиях довольно резкого ухудшения ситуации с ликвидностью.

Итогом размещения **ОБР-19** стало изъятие ликвидности в размере лишь RUB5.7 млрд. Это при том, что ЦБ предоставлял внушительный объем ценных бумаг к размещению – до RUB750 млрд. В результате спрос нашелся лишь на RUB13.7 млрд., или на 1.8% заявленного объема, будучи ограниченным со стороны политики ЦБ в отношении сохранения неинтересных для рынка доходностей - средневзвешенная ставка составила лишь 3.6% годовых.

Негативный исход аукциона **ОБР-19**, на наш взгляд, лишний раз подтверждает, что спрос на бумаги, в отсутствие покупок со стороны ключевого игрока – Сбербанка, со стороны оставшихся участников рынка (а их круг довольно узок) малозначителен.

Расчеты по аукциону, предполагающие отток RUB5.7 млрд., пройдут сегодня (согласно режиму T+1), что нейтрально отразится на общем запасе ликвидности, поскольку будет перекрыто встречным зачислением RUB6.9 млрд., привлеченных в рамках вчерашних депозитных аукционов фонда ЖКХ.

«Раздача» в среднем и длинном сегментах суверенной кривой, ОФЗ 26204 сумел удержаться выше 99% от номинала

В отличие от евробондов, нивелировавших часть снижения во время американской сессии на «отраставшей нефти», уже закрывавшийся к этому времени внутренний рублевый рынок получил свою порцию «раздач».

В сегменте ОФЗ наиболее сильные продажи прошли в средней части суверенной



кривой – рублевый индекс TRI OFZ Middle потерял за день 8 бп. Собственно основное снижение в данном сегменте кривой ОФЗ было обеспечено очень ликвидными на вчерашних торгах **ОФЗ 26203** (-35 бп) и **ОФЗ 25077** (-17 бп). 7-летний выпуск **ОФЗ 26204** просел на 26 бп, едва удержавшись выше 99-й «фигуры».

В первом эшелоне обратили на себя внимание продажи на всей кривой Газпром нефти (-4-10 бп), а также в длинном **ВЭБ-Лизинге-4** (-16 бп). Во втором эшелоне наиболее торгуемым выпуском был **МТС-5** (-21 бп) с дюрацией чуть выше одного года.

Размещение облигаций Разгуляя как повод задуматься над судьбой эмитентов 3-го эшелона, особенно из сектора АПК

По данным организаторов, вчера завершилось размещение рублевых облигаций **Разгуляй БО-16** на RUR3.0 млрд., которое проходило в 2 этапа: между майскими праздниками было аллокировано порядка 60% эмиссии и, наконец, вчера технически «ушло» в рынок 40% займа. Итого, рыночный инструмент имеет ставку купона 12.00% и оферту – 1.5 года.

Мы крайне скептически относимся к Разгуляю и считаем, что 12.00% - абсолютно неадекватная стоимость кредитных рисков дефолтной ранее компании. Несмотря на номинально хорошее число сделок, прошедших по ММВБ, мы уверены, что главную скрипку в размещении играли банки-кредиторы компании, которые кровно заинтересованы в постоянном рефинансировании эмитента, до тех пор, пока его денежных потоков не будет хватать на полноценное погашение долгов. Пока этого не происходит и, более того, эмитент в материалах к размещению не намеревался снижать свою высокую долговую нагрузку (Долг/ЕБИТДА около 6х по итогам 2009 г.) в ближайшие годы.

Если говорить о рыночной стоимости кредитных рисков Разгуляя, то в нашем понимании они близки или сопоставимы, например, с рисками Аптечной сети 36.6 – эмитента, также допустившего дефолт и имеющего ликвидные реструктуризационные облигации. Аптечная сеть имеет высокую долговую нагрузку, отрицательные денежные потоки и по многим неотраслевым критериям сравнима с Разгуляем. Годовые бонды Аптек стабильно торгуются спекулянтами в диапазоне 19-20%.

Напомним также, что инвесторы не захотели покупать кредитный риск Комос-групп – другого представителя сектора АПК (хотя более половины выручки компании приходится на нефтрейдинг). Это, на наш взгляд, очень показательно. Равно как и очень показательна динамика финансовых показателей РСХБ – крупнейшего банка, кредитующего сельское хозяйство. В 2010-2011 г. доля просроченных ссуд и кредитов постоянно растет без намека на замедление. Анализ отчетности по РСБУ за 1К 2011 и апрель 2011 г. и МСФО за 2010 г. наглядно иллюстрируют этот тренд.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

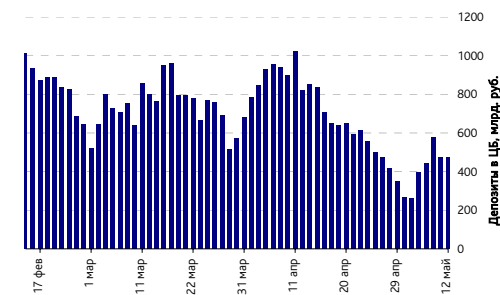
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Леонид Игнатъев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Депозиты в ЦБ РФ





МАКРОЭКОНОМИКА

Интенсивность покупок Банка России остается прежней – позитивно для рубля

Согласно опубликованным накануне Банком России данным, международные резервы РФ за неделю с 29 апреля по 6 мая 2011 г. выросли на USD0.8 млрд., достигнув очередного пика – USD524.7 млрд.

Курс рубль/доллар

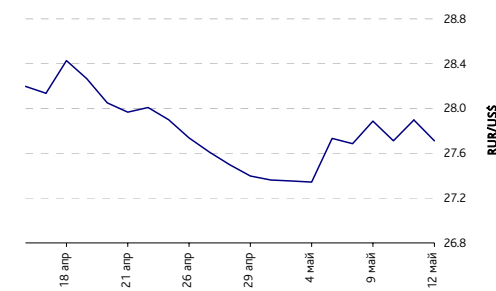
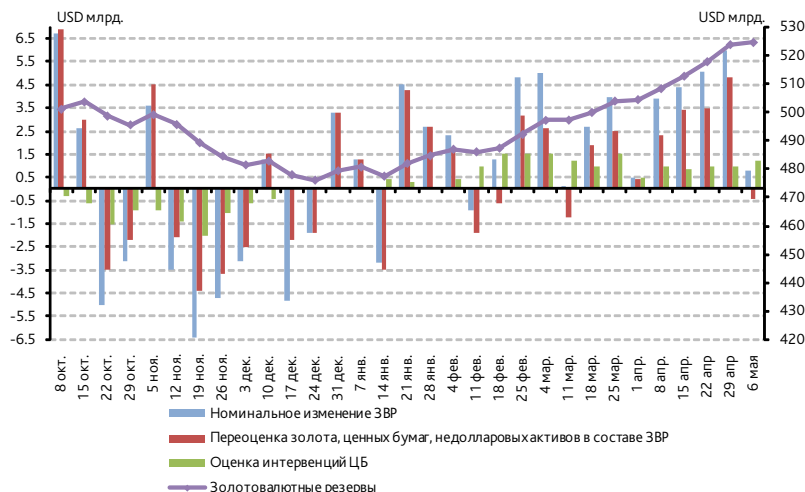


ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА ЗВР, 2010-2011 ГГ.



Источник: ЦБ, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Прирост международных резервов РФ, которые на минувшей неделе поднялись в стоимости довольно незначительно – всего на USD800 млн. целиком объясняется интервенционными покупками валюты Банком России.

Вклад основных валют оказался близким к нулю – минус USD40 млн., так как удорожание резервов в евро (+USD410 млн.) было полностью перекрыто удешевлением британского фунта (-USD450 млн.). Выйти на положительный итог по валютной переоценке (+USD150 млн.) позволил, по нашим расчетам, рост прочих валют в портфеле резервов. Близким к нейтральному оказался чистый эффект от переоценки ценных бумаг в составе ЗВР – рост котировок краткосрочных казначейских облигаций был «съеден» сопоставимым падением котировок облигаций еврозоны. В то время как потерявшее в стоимости золото могло снизить ЗВР примерно на USD500 млн.

Исходя из результатов анализа динамики ЗВР и характера курса рубля по отношению к ключевым валютам, покупки валюты Банком России на минувшей неделе могли составить порядка USD1.2 млрд., что соответствует ежедневным покупкам валюты регулятором в размере USD300 млн.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94

Необходимость подавления инфляции ослабила контроль над курсом; ЦБ сделает ставку на укрепление рубля

Покупки Банком России иностранной валюты в рамках интервенций в апреле 2011 г. составили в общей сложности USD3.7 млрд. (в долларовом эквиваленте), а именно USD3.3 млрд. и EURO.3 млрд. Из них – USD3.0 млрд. и EURO.2 млрд. соответственно пришлось на целевые интервенции.

КОММЕНТАРИЙ

По-прежнему высокий уровень целевых интервенций, доля которых в общем объеме покупок ЦБ уже стремится к 100% (более 90% в апреле против 75% в марте, 60% в феврале) говорит о том, что ЦБ не спешит снижать присутствие на валютном рынке.

Поддержание значительного объема интервенций и смещение их структуры в сторону именно целевых покупок валюты мы склонны объяснять сохранением сильного платежного баланса, что в ближайшем времени будет оказывать заметное повышательное давление на рубль.



Тем не менее снижение покупок валюты регулятором на 32% к марту говорит о том, что сокращение оттока капитала пока идет гораздо медленнее, чем можно было ожидать, ограничивая, тем самым, укрепление рубля. По нашим расчетам, едва ли счет капитала мог обнулиться в апреле, вероятнее всего, по итогам минувшего месяца ЦБ вновь зафиксирует небольшой отток. Важно, что динамика счета операций с капиталом, тем не менее, демонстрирует приближение к развороту капитальных потоков.

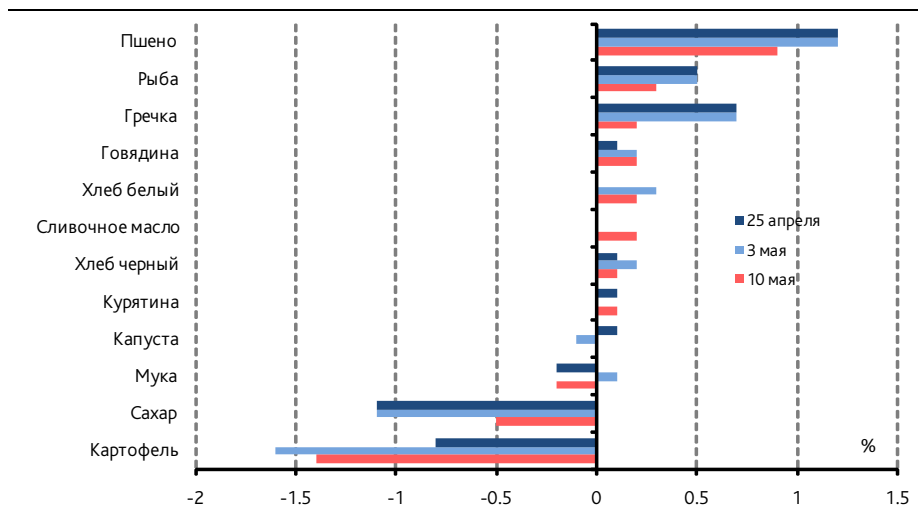
Ожидаемое в ближайшие месяцы улучшение капитального счета способно амортизировать негатив от сжатия счета текущих операций, что сулит более интенсивное укрепление рубля. На наш взгляд, значение борьбы с инфляцией путем укрепления рубля в свете раскручивания опасений Банка России (согласно пресс-релизу и официальным комментариям), в ближайшей перспективе будет только нарастать, отодвигая на второй план контроль за курсом.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94

Топливный кризис найдет отражение в ускорении инфляции; прогноз МЭР на май в 0.5% близок к реальности

Согласно опубликованным вчера данным ФСГС, инфляция, после ускорения до 0.2% в период с 4 по 10 мая вновь опустилась до 0.1%. Накопленный показатель с начала года достиг 4.4% против 3.6% за аналогичный период 2010 г.

ДИАГРАММА 2. НЕДЕЛЬНАЯ ИНФЛЯЦИЯ В АПРЕЛЕ-МАЕ 2011 Г.



Источник: ФСГС, НБ «Траст»

КОММЕНТАРИЙ

Несмотря на заметное замедление роста цен по большинству позиций продуктовых товаров, последние отчетные данные указывают на то, что рассчитывать на сохранение в мае низкого темпа роста цен на уровне апреля (0.4%) не приходится. Виной тому — новый виток удорожания бензина и дизтоплива на фоне образовавшегося дефицита предложения. Вдобавок настораживает продолжающееся ускорение базовой инфляции — в апреле до 8% г/г против 7.7% г/г (без учета топлива и подверженных сезонности компонент), которое свидетельствует о поддержании высоких инфляционных ожиданий.

Напомним, что ранее мы ожидали сохранения инфляции в апреле-мае на уровне, близком к 0.4–0.5%. В связи с напряженностью на топливном рынке теперь мы видим возможным достижение инфляции 0.5–0.6% в месяц в июне-мае, что не противоречит озвученному накануне прогнозу МЭР на май в 0.5%. Прогнозируемая нами ценовая динамика предполагает достижение показателя инфляции в годовом сопоставлении 9.7% к концу мая и 9.8–9.9% по итогам 2К 2011 г., на фоне чего недавнее ужесточение монетарной политики Банком России путем повышения ключевых ставок выглядит все более обоснованным.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

Русал (NR): потеря выгодных контрактов на электроэнергию остается основным риском; ждем получения рейтингов и евробондов, вероятно, уже к осени

Вчера Русал провел конференц-колл с участниками рынка, рассказав подробнее о перспективах на будущее по своим контрактам на получение электроэнергии, а также о планах по будущим заимствованиям.

КОММЕНТАРИЙ

1. **Электроэнергия.** Затраты на энергию составляют около 30% от всей себестоимости Русала, а потому получаемые его заводами контракты по низким ставкам являлись очень важным конкурентным преимуществом.

Изменения в политике ценообразования в российской электроэнергетике последнего времени включают в себя либерализацию рынка мощности в целом, рост тарифов, а также допнагрузка по договорам на предоставление мощности (ДПМ). В результате по итогам 1К 2011 г., как заявил представитель компании, расходы на электроэнергию по отдельным заводам выросли на 30-50%.

По сути Русал раньше дешево закупал энергию у генкомпаний, подконтрольных Олегу Дерипаске, а также являлся крупным игроком на энергорынке Сибири. Теперь же компания лишилась получаемых привилегий. Вчера было объявлено, что Русал будет добиваться компенсирующих мер от правительства (не только для себя, но и для всех потребителей в целом).

Мы считаем, что риск повышения энергозатрат остается для Русала наибольшим с операционной точки зрения, хотя пока цены на алюминий демонстрируют положительную динамику, это не будет оказывать общего негативного эффекта.

2. **Инвестиционная активность и долговая политика.** В ходе общения представители сообщили о планируемом осенью текущего года получении синдицированного кредита на USD4 млрд., который будет направлен на выплату долгов прежним кредиторам. Об окончательных условиях будет объявлено уже в июне. Кроме того, компания одобрила выпуск новых рублевых облигаций.

Напомним также, что некоторое время назад представитель Русала объявлял о том, что евробонд на сумму до USD1 млрд. может быть размещен как в 2011, так и 2012 году. Насколько мы понимаем его логику, последовательность сделок будет такова: привлечение синдицированного кредита, получение рейтингов, выпуск евробондов. Это выглядит вполне разумно: сначала компания завершит процесс рефинансирования, который ее жестко ограничивал, затем получит неплохой рейтинг и уже затем выйдет на публичный внешний рынок. Предварительно мы оцениваем кредитное качество Русала на крепкий «double-B» в перспективе 1.5-2.0 лет.

В целом наше позитивное мнение о кредитном качестве алюминиевого холдинга сохраняется: он, очевидно, успешно завершит выплаты по старым долгам. Однако снижение совокупного уровня долга будет идти медленнее, при этом завися как от операционных денежных потоков, так и от дивидендных выплат Норникеля (к слову, вчера были объявлены дивиденды за 2010 год на уровне USD1.3 млрд., как и планировал сам Русал).

Мы считаем Русал одной из наиболее интересных идей рублевого долгового рынка. В перспективе пары лет кредитный профиль должен существенно улучшиться и тем самым увести бонды компании ниже кривой Мечела-Евразы, на которой они торгуются сейчас.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48



НЕФТЬ И ГАЗ

Газпром нефть (ВааЗ/BBB-/NR): «заморозка» цен на нефтепродукты несущественно сказалась на компании в 1К 2011; высокая M&A-активность сохраняется, в связи с чем заимствования на долговых рынках продолжатся

КОММЕНТАРИЙ

По итогам опубликованных вчера итогов деятельности Газпром нефти по US GAAP за 1К 2011 г. можно констатировать сохраняющуюся способность компании проводить активную M&A-политику в условиях благоприятной конъюнктуры как нефтяного, так и финансового рынков. Кредитное качество Газпром нефти остается в числе наиболее крепких в одном ряду с другими российскими нефтяными компаниями. Помимо сильных самостоятельных метрик это обеспечивается и статусом ключевой дочки Газпрома.

Добыча нефти по итогам 1К 2011 составила 12.3 млн. тонн – несколько ниже, чем в предыдущие три квартала, однако в целом тенденция сохраняется: ежеквартальный показатель колеблется в районе 12.5 млн. тонн последние полтора года. Добыча же всех углеводородов продолжает расти. Переработка показала несущественное сезонное изменение, а ее годовой прирост (9.4 млн. тонн в 1К 2011 против 8.5 млн. тонн год назад) объясняется завершением консолидации Московского НПЗ.

Основной же прирост всем финансовым показателям в годовом выражении (см. таблицу) в основном обеспечил рост цен на нефть и нефтепродукты примерно на 20%. Благодаря этому ключевые показатели деятельности Газпром нефти (выручка, EBITDA, рентабельность) находятся близко к пиковым значениям середины 2008 года.

Отметим также, что широко обсуждаемое искусственное снижение цен на нефтепродукты на российском рынке существенно не отразилось на компании. По словам представителя, из-за этого Газпром нефть потеряла лишь USD87 млн., что по ее меркам незначительно. На наш взгляд, даже введенные недавно запретительные пошлины на экспорт нефтепродуктов не создадут компании заметных проблем.

Денежные потоки оказались хуже, чем исторически наблюдавшиеся последние два года значения в результате пополнения оборотного капитала. Кроме того, сохранение выплат по дивидендам, а также сделки по дальнейшей консолидации сербской NIS и Sibir Energy (в сумме около USD1 млрд.) потребовали финансирования за счет размещения рублевых облигаций. Напомним, что примерно на эту же сумму (RUB30 млрд.) в феврале было размещено 3 выпуска.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГАЗПРОМ НЕФТИ

US GAAP, USD млрд.	2008	2009	1К 10	2010	1К 11
Выручка	33.9	24.2	7.3	32.8	9.9
EBITDA	8.6	5.8	1.6	7.2	2.5
Чистая прибыль	4.7	3.1	0.8	3.4	1.5
Чистый операционный денежный поток	5.5	3.5	0.9	5.4	0.6
Капвложения, дивиденды и M&A	4.2	5.8	1.0	5.7	1.6
Свободный денежный поток	2.1	0.9	0.3	2.1	0.0
Совокупный долг в т.ч.	3.7	6.3	6.3	6.6	7.8
<i>Краткосрочный долг</i>	2.1	2.1	2.6	1.7	1.9
Денежные средства и эквиваленты	2.1	0.9	0.8	1.1	0.9
Активы	20.2	29.9	30.6	32.1	34.1
Показатели					
EBITDA margin	25.4%	24.1%	21.7%	22.0%	25.0%
EBITDA/проценты (x)	51.6	15.8	16.9	21.5	26.5
Долг/EBITDA (x)	0.4	1.1	1.0	0.9	1.0
Чистый долг/EBITDA (x)	0.2	0.9	0.8	0.8	0.8
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4

Источник: данные компании, НБ «Траст»

В целом M&A-активность Газпром нефти по-прежнему остается высокой, что требует существенных вложений. Подчеркнем такой факт: с 2007 года Газпром нефть удвоила свои активы, капитал и совокупный долг, нарастив при этом добычу нефти лишь до 50 млн. тонн в годовых терминах (по сравнению с 44 млн. тонн). При этом сохраняется стратегическая задача достижения показателя в 100 млн. тонн к 2020 году. С переработкой ситуация выглядит значительно лучше: она выросла с 25 млн. до 37 млн. тонн за 3 года, к 2020 же году планируется достижение 70 млн. тонн.



Столь «наполеоновские» планы четко говорят об одном – долговые заимствования будут продолжаться, и компанию вполне можно будет увидеть на рынке облигаций уже в текущем году (капитальные вложения и приобретения составят в сумме USD5.4 млрд. в 2011 году, или на 10% больше чем в 2010). В условиях благоприятной внешней конъюнктуры и материнской поддержки Газпрома мы не видим проблем, так как нефтяная дочка монополиста остается компанией с одним из самых низких уровней долговой нагрузки. К слову, в апреле 2011 Газпром нефть привлекла 5-летний синдицированный кредит на USD600 млн.

Рублевые облигации Газпром нефти вряд ли можно назвать привлекательными для покупки: их спреды к кривым Газпрома (для коротких бумаг) и ФСК (для длинных бумаг) чересчур узки.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48

ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

КуйбышевАзот (NR) раскрыл позитивную отчетность по МСФО за 2010 г.; операционные показатели выросли благодаря сегменту капролактама; облигации выглядят перекупленными

Крупнейший производитель полиамида и его производных в России – КуйбышевАзот – вчера опубликовал позитивную отчетность по МСФО за 2010 г.

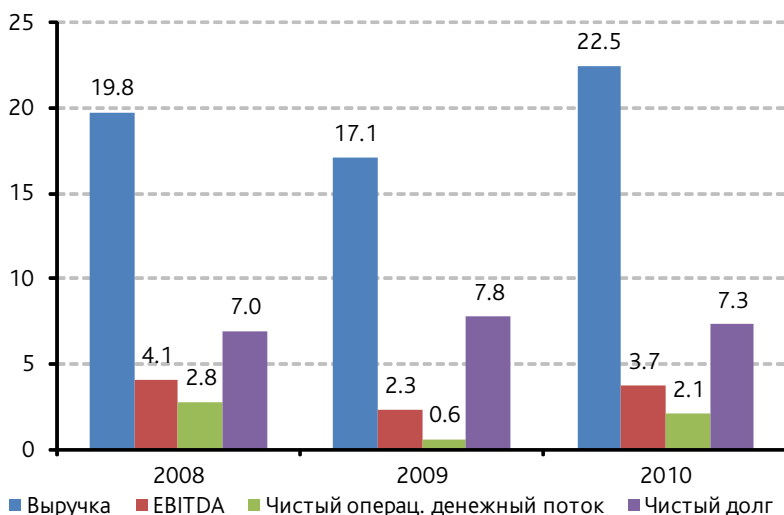
КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели КуйбышевАзота (КуАз) продемонстрировали впечатляющий рост, который во многом был обеспечен удорожанием основной продукции компании (полиамид, капролактама и продукты его дальнейшей переработки), а также увеличением цен на азотные удобрения. Отметим, что рост выручки от продажи капролактама и его производных превысил 45%, тогда как продажи азотных удобрений продемонстрировали более скромный рост в 14%. Мы ранее отмечали тенденцию в производственных результатах компании по увеличению доли капролактама в выручке – на наш взгляд, это должно оказать позитивное влияние на финансовую устойчивость КуАза в среднесрочной перспективе благодаря значительно меньшей конкуренции в этом сегменте химической промышленности и сравнительно стабильному рынку сбыта (Китай).

ЕБИТДА выросла более чем на 60%, что привело к увеличению рентабельности по этому показателю до 16.5%, т.е. фактически КуАз вернулся к предкризисным показателям эффективности. Примечательно также, что свободный денежный поток компании вышел в положительную зону, что позволило ей несколько снизить совокупный долг.

КуАз продолжает придерживаться консервативной политики относительно привлечения долгового капитала: долговая нагрузка компании постепенно снижается как благодаря уменьшению совокупного долга, так и из-за внушительного роста операционных показателей. По итогам 2010 г. показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» КуйбышевАзота составил 2.0х, что, на наш взгляд, является относительно безопасным уровнем.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ КУЙБЫШЕВАЗОТА



Источник: данные компании, НБ «Траст»



КуйбышевАзот в середине апреля 2011 г. разместил новый выпуск рублевых облигаций объемом RUB2 млрд. Сейчас этот выпуск торгуется с доходностью около 8.70%, т.е. с премией к кривой ОФЗ в размере всего 210-220 бп. Это примерно на 70 бп больше, чем аналогичная премия ломбардных облигаций ЕвроХима, хотя последний обладает рейтингами, а размер его бизнеса почти в 5 раз больше, чем у КуйбышевАзота. На наш взгляд, спред облигаций КуАза с кривой ОФЗ должен быть как минимум на 100-110 бп шире, чем аналогичный спред бондов ЕвроХима.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89

Акрон (B1/NR/B+) стал еще одним претендентом на Россошанские «Минудобрения»; шансы покупки невелики; размещаемые бонды маркетируются агрессивно

Вчера Акрон опубликовал пресс-релиз, в котором выразил свое желание в покупке контрольного пакета Россошанских «Минудобрений».

КОММЕНТАРИЙ

Акрон направил письмо с офертой норвежской Yara, владеющей 36% в оффшорной компании, на балансе которой находится около 80% Россошанских «Минудобрений». Акрон не раскрывает цену, которую указал в оферте, но указывает, что его цена «сопоставима с предложениями других претендентов на данный актив». Вместе с этим, в случае согласия Yara, Акрон готов урегулировать с ней спор в отношении совместного предприятия ЗАО «Нордик Рус Холдинг».

Напомним, что ранее ЕвроХим оценил для себя Минудобрения в USD1.3 млрд., то есть примерно 80%-й пакет акций компании обойдется покупателю в USD1 млрд.

На наш взгляд, шансы Акрона на данный актив не слишком велики. Во-первых, его конкуренты, а это как минимум ЕвроХим, ФосАгро и возможно даже АФК «Система», финансово более устойчивы и способны в случае более жесткой борьбы за актив повысить ценник. Во-вторых, Акрон и без того обременен долгами: на конец 2010 г. его совокупный долг составлял около RUB36 млрд. при годовой EBITDA чуть более RUB10 млрд., поэтому способность компании к привлечению дополнительных денежных средств на долговом рынке под крупную M&A-сделку в значительной мере ограничены. В-третьих, инвестиционная программа Акрона предполагает расходы только в 2011 г. в размере около RUB9-10 млрд., что не позволит компании снизить долговую нагрузку, а имеющийся пакет акций Сильвинита после конвертации в акции Уралкалия принесет компании всего около USD600 млн., чего будет явно не достаточно для озвученной сделки.

Акрон сейчас размещает 2 выпуска рублевых облигаций с 3-летней офертой и совокупным объемом RUB7.5 млрд., ориентируя инвесторов на доходность в диапазоне 8.10-8.42% годовых. Это выглядит очень агрессивно, так как не предполагает премии к бумагам ЕвроХима при разнице в кредитных рейтингах компаний в 2 ступени. На наш взгляд, новые бумаги Акрона все же должны предлагать премию к долговым инструментам ЕвроХима в размере не менее 30-50 бп. Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность 3-летнего выпуска на уровне 8.40-8.70%, т.е. на уровне верхней границы маркетируемого диапазона.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89

СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО

Мироновский Хлебопродукт (B3/NR/B) раскрыл нейтральную отчетность по МСФО за 1К 2011 г; мясной сегмент остается ключевым драйвером роста показателей; евробонды оценены справедливо

Вчера крупнейший агрохолдинг Украины – МХП – опубликовал неаудированную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели компании продемонстрировали уверенный рост по отношению к результатам 2010 г. МХП остается лидирующим игроком на рынке мяса птицы в Украине с долей рынка около 50%. Операционные показатели мясного сегмента, доля которого в выручке компании в 1К 2011 г. составила около 85%, продемонстрировали умеренный рост относительно результатов 1К 2010 г. в 18% в основном из-за роста цен на растительное масло (+54%). Цены на мясо птицы выросли умеренно (+4% в гривнах). Рентабельность по



ЕБИТДА компании в 1К 2011 г. составила 23%, что в большей степени можно объяснить ростом доли продаж растительного масла, рентабельность производства которого несколько ниже, чем у мясного сегмента.

Операционный денежный поток МХП продолжает расти, однако высокий уровень капитальных затрат на основной проект по строительству Винницкой птицефабрики не позволяет и с большой вероятностью в ближайшие годы не позволит чистому денежному потоку МХП выйти в положительную область. Поэтому финансирование масштабной инвестиционной программы может потребовать от компании дополнительного увеличения долга. Этот риск, пожалуй, остается для кредиторов компании основным.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МХП

МСФО, USD млн.	1К 10	2010	1К 11	1К 11/4К10	1К 11/1К 10
Выручка	200	944	247	-7.9%	23.4%
ЕБИТДА	49.2	324.7	56.6	-39.1%	15.0%
Чистая прибыль	35.7	215.4	19.7	-65.7%	-44.8%
Чистый операц. денежный поток	26.2	96.6	37.2	-414.5%	41.8%
Капвложения и М&А	16.3	177.8	45.9	-46.7%	180.9%
Свободный денежный поток	9.9	(42.6)	(8.7)		
Совокупный долг, в т.ч.	436.7	795.1	742.5	-6.6%	70.0%
<i>Краткосрочный долг</i>	138.4	173.8	120.5	-30.7%	-12.9%
Денежные средства и эквиваленты	23.8	39.3	51.0	29.7%	113.9%
Активы	1 169	1 574	1 600	1.6%	36.9%
Показатели					
ЕБИТДА margin	25%	34%	23%		
ЕБИТДА/проценты, (x)	8.2	5.6	13.0		
Долг/ЕБИТДА*, (x)	1.4	2.4	2.7		
Чистый долг/ЕБИТДА**, (x)	1.3	1.9	2.3		
Долг/Собственный капитал, (x)	0.8	1.2	1.1		

* Значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев

** Показатель «Чистый долг» рассчитывается с учетом краткосрочных банковских депозитов, так как именно такой принцип его расчета заложен в ковенанты по еврооблигациям компании

Источники: данные компании, НБ «Траст»

Долговая нагрузка компании по итогам 1К 2011 г. несколько увеличилась из-за временной «просадки» операционных показателей, однако показатель «Чистый долг/ЕБИТДА» остается ниже установленной в ковенантах планки в 2.5x. Мы ожидаем, что по итогам 2011 г. МХП вернется к уровню рентабельности по ЕБИТДА около 30%, что позволит компании выдержать ковенанты. Примечательно, что почти весь долг МХП – долгосрочный и на 95% состоит из евробонда с погашением в 2015 г., поэтому в ближайшие 2-3 года – до ввода первой очереди Винницкой птицефабрики, которая увеличит мощности компании по производству мяса сразу на 30% - существенных рисков рефинансирования для компании фактически нет.

Вчера рейтинговое агентство Fitch опубликовало пресс-релиз, в котором подтвердило свой положительный взгляд на операционные результаты МХП, сохранив рейтинг на уровне «В» со «стабильным» прогнозом.

Еврооблигации компании с погашением в 2015 г., на наш взгляд, оценены справедливо, предлагая премию к суверенной кривой Украины в размере около 220 бп. Размеры бизнеса, сравнительно устойчивое финансовое состояние и лидирующие позиции на рынке мяса птицы в Украине позволяют бондам МХП торговаться с существенным дисконтом к бумагам других крупных агрохолдингов Украины – Мрии и Авангарда.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погаш-я/оферта	УТМ / УТР, %
Магнит-6бо	5000	7.75	3	7.89
ТрансФин-М-26о	1250	8	3	8.16
КредитЕвропа-16о	5000	8.1	3	8.26
Кузбассэнерго-Финанс-2	5000	8.7	10 / 5	NA / 8.89
ГПБ-Ипотека Два-1	5507	7.5	30	7.76
УБРиР-2	2000	9.5	3 / 1	NA / 9.72
НС-Финанс-16о	2000	10.5	3	10.78
ВолгоградОбл-34005	3000	8	5	7.78
Группа Разгуляй-166о	3000	12	3 / 1	NA / 12.36
Спартак-Казань-3	1000	14	3 / 1	NA / 14.46

Налоговые выплаты

Дата	Налог
16 мая	Страховые взносы (за апрель)
20 мая	НДС (1/3 налога за 1К 2011)
25 мая	НДПИ и 1/2 акцизов (за апрель)

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
31 май 11	Акрон-4	3750	TBD	10
31 май 11	Акрон-5	3750	TBD	10

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/Погаш-е
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	6.9	13 ноя 13
19 май 11	МТС-4	15 000	16.75	7.6	13 май 14
20 май 11	Авангард Банк-3	1 500	9.25		
20 май 11	Белон-2	2 000	17	17	25 авг 11
24 май 11	АВТОВАЗ-4	5 000	0.1	0.1	22 май 12
25 май 11	Домо	2 000	15	14	23 май 12
26 май 11	Разгуляй Фин.-4	3 000	17		
26 май 11	Талио Принцепс	500	17	12	17 май 12
30 май 11	ИТЕРА	5 000	10.3		
2 июн 11	Спурт Банк-2	1 000	11.25		
3 июн 11	Металлсервис	1 500	11		
7 июн 11	ВТБ24-3	6 000	6.3		
9 июн 11	ОМЗ-6	1 600	13	13	
10 июн 11	Х5-4	8 000	18.46		
10 июн 11	ОГКЗ	3 000	7.5		
13 июн 11	Формат	1 000	17		

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 +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская

Николай Порохов

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

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 намереваются 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. Иностранные 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.