

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Б.Бернанке** – только взгляд на экономику, и ничего больше...
- Германия хочет предложить инвесторам подождать с погашением **греческих госбумаг**; реакция рынка вялая, динамика возобновится в конце июня
- Новые последствия экономического кризиса в **Беларуси** ударили по стоимости госбумаг республики; негатив может распространиться и на среду
- **Итоги торгов по еврооблигациям**: смешанная динамика при низкой активности; спред Russia 30 – UST10 замер
- **Российский долговой рынок**: речь Бернанке уведет котировки вниз на открытии; основное внимание в среду – на нефть ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Приток **ликвидности** сменился небольшим оттоком, на фоне которого **ставки** денежного рынка остаются сравнительно высокими
- Рынок счел параметры **деPOSITного аукциона Минфина** непривлекательными, что не отменяет спрос на подобные средства
- Основную поддержку **рублю** окажут импортеры и положительная коррекция цен на нефть
- ЦБ увеличил **интенсивность интервенционных покупок** валюты, следуя за укреплением платежного баланса
- По сегодняшним аукционам **ОФЗ 25079 и ОФЗ 26206 Минфин премий не дал**, тем не менее комфортная ситуация с ликвидностью будет способствовать размещению большей части предложения от ведомства
- **Мечел и РМК** закрывают книги заявок; размещения состоялись по рыночным ставкам
- **Банки** штурмуют **первичный рынок** облигаций; мнение по справедливому уровню доходности ([стр. 4-6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **ТНК-ВР**: волатильность евробондов вновь вырастет на новостях о возобновлении сделки ВР с Роснефтью
- **СКБ-Банку** повышен рейтинг от Moody's на одну ступень до «В1»; нейтрально смотрим на облигации банка
- **Ренова-СтройГруп** размещает дебютный выпуск облигаций; до ЛСР и ЛенСпецСМУ еще далеко...
- **Ситроникс** опубликовал отдельные цифры отчетности по US GAAP за 1К 2011 г.; операционные показатели немного выросли, однако долговая нагрузка остается весьма значительной ([стр. 7-11](#))
- **НЛМК** стала очередной компанией, которой приписывают интерес к покупке Распадской. Вряд ли НЛМК захочет платить существенную премию к рынку, однако в случае согласия компания стала бы, пожалуй, наилучшим вариантом для Распадской с точки зрения наличия финансовых ресурсов для «материнской» поддержки
- По данным Интерфакс, украинский **банк «Надра»** привлек субординированный долг на USD22.6 млн. от ряда институциональных инвесторов; позитивно для уровня достаточности капитала банка; реакция в евробондах ограничена низкой ликвидностью бумаг

СЕГОДНЯ

- ФРС опубликует **Бежевую книгу**
- Статистика **США**: коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов
- Статистика **еврозоны**: ВВП за 1К 2011 (вторая оценка)

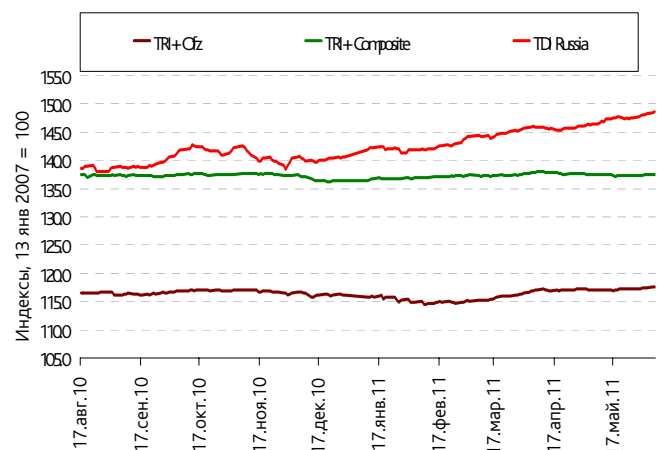
КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↓ 191.00	-1.00	-3.00	-8.00
EMBI+ spread	↓ 286.42	-1.93	-19.66	45.29
Russia 30 Price	↓ 118.51	-0	+1 1/8	+2 7/8
Russia 30 Spread	↑ 134.30	+0.50	+1.70	-14.20
Russia 5Y CDS	↓ 132.52	-2.48	+0.64	-13.99
UST 10y Yi Id	↔ 2.998	-	-0.21	-0.34
BUND 10y Yield	↑ 3.092	+0.07	-0.03	+0.17
UST 10y/2y Yield	↑ 259.1	+1	-3	-15
Mexico 33 Spread	↓ 241	-3	+14	+9
Brazil 40 Spread	↓ 113	-0	+6	+164
Turkey 34 Spread	↑ 299	+4	+14	+42
ОФЗ 26199	↓ 5.21	-0.00	-0.22	-1.04
Москва 50	↑ 4.61	+0.07	-0.09	-1.27
Мособласть 8	↓ 7.24	-0.00	+0.02	-1.28
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 6.50	-0.51	-0.47	-0.95
Руб / \$	↓ 27.781	-0.094	+0.118	-2.569
\$ / EUR	↑ 1.469	+0.011	+0.028	+0.134
Руб / EUR	↑ 40.658	0.314	0.116	0.170
NDF 1 год	↓ 4.3 0	-0.060	-0.070	-0.330
RUR Overnight	↑ 3.28	+0.1	-0.2	
Корсчета	↑ 536.8	+54.20	-45.30	-351.50
Депозиты в ЦБ	↓ 420.3	-19.10	-156.30	-149.30
Сальдо опер. ЦБ	↓ 336.20	-21.10	-95.40	+400.00
RTS Index	↑ 190.48	+2.19%	-1.56%	+7.56%
Dow Jones Index	↓ 120 0.81	-0.16%	-5.40%	+3.43%
Nasdaq	↓ 2701.56	-0.04%	-5.93%	+0.37%
Золото	↓ 1541.10	-0.22%	+1.21%	+8.93%
Нефть Urals	↑ 114.55	+2.45%	+0.54%	+24.24%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 256.21	0.07	1.46	10.64
TRIP Composite	↓ 236.00	-0.13	-0.13	1.81
TRIP OFZ	↑ 186.91	0.13	0.93	2.90
TDI Russia	↑ 232.86	0.12	3.09	10.61
T I Ukraine	↓ 233.94	-0.02	2.51	11.64
TDI Kazakhs	↓ 187.44	-0.15	-0.85	5.56
TDI Banks	↑ 231.82	0.06	2.58	11.04
TDI Corp	↑ 245.78	0.23	3.19	11.09

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices





ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Б. Бернанке – только взгляд на экономику, и ничего больше...

Вчера глава ФРС на конференции в Атланте заговорил о видении ситуации в американской экономике. Наконец – после почти месяца затишья с «американского фронта» и за три недели до окончания QE2 – представители Центробанка США хоть как-то начали давать рынкам понять, что о них по-прежнему помнят.

В предыдущие два дня своими мыслями об экономике поделились несколько членов Комитета по операциям на открытом рынке, однако центральной фигурой в этой дискуссии всегда оставался сам глава ФРС. Вместе с тем какую-либо конкретику о том, что же будет после QE2, рынки от него вновь не получили. Многолетний опыт пребывания в числе не самых благодарных слушателей многолюдной аудитории участников рынка, на которую направлена Communication Policy ФРС, подсказывает нам следующий сценарий – по итогам заседания ФРС 21-22 июня мы услышим лишь о завершении непосредственного выкупа UST в объеме плановых USD600 млрд. и завершении на текущем этапе реинвестирования агентских бумаг в UST. Решение о дальнейших стимулах будет действительно зависеть от развития ситуации в экономике и явно будет приниматься не сразу.

Основной тезис выступления, который вынесли мы и который не обошел вниманием американский рынок акций, – рост экономики США идет более медленными темпами в сравнении с прогнозными. Эти слова главы ФРС наводят на мысль о том, что в ближайшее время ФРС может прийти к пересмотру прогнозов роста реального ВВП на 2011 год (последний официальный прогноз находится в диапазоне 3.1-3.3%, наши ожидания составляют 2.6-2.9%). Помимо этого вновь громче зазвучали проблемы с занятостью. Традиционно для последних месяцев много внимания было уделено инфляции, в отношении которой позиция ФРС стабильна – как долгосрочный фактор ускорение инфляции не рассматривается.

С началом выступления Б. Бернанке в 23:45 МСК на американский рынок акций (в терминах S&P500), имевший шанс закрыться пусть и в небольшом, но плюсе, пришли продажи. В итоге мы увидели пятую торговую сессию подряд с отрицательным изменением индекса. Доходность UST10 на дневных интервалах стоит практически без движения на уровне примерно 3.0%. Последние несколько дней имеет место явная раскорреляция между американским рынком акций и остальными ключевыми активами (commodities и валюты) – снижение американских фондовых индексов не мотивирует к уходу в доллары, роль же защитных активов в полной мере оттянули на себя казначейские облигации США. Покупки же в евро против доллара «тащат» за собой нефть и остальные commodities. Как долго будет наблюдаться такая рыночная картина – пока сказать сложно.

Германия хочет предложить инвесторам подождать с погашением греческих госбумаг; реакция рынка вялая, динамика возобновится в конце июня

Европейские долговые проблемы вновь подтвердили свою «интернациональность» – они стали одной из основных тем прошедших накануне в Вашингтоне переговоров между президентом США Б. Обамой и канцлером Германии А. Меркель. Глава крупнейшей в мире экономики призвал европейских коллег не допустить дефолта Греции и пообещал оказать поддержку Европе в данном вопросе, указав на потенциально «катастрофические» последствия данного события, в том числе и для экономики США.

Между тем германские СМИ продолжают снабжать участников рынка новыми подробностями относительно перспектив урегулирования ситуации в Греции. По их данным, министр финансов ФРГ направил европейским лидерам, включая главу ЕЦБ Ж.-К. Трише, письмо, в котором указал на реально существующий риск первого в истории еврозоны неконтролируемого дефолта. Рекомендации германского Минфина в этом свете следующие – существенно нарастить объемы финансовой помощи Греции и отодвинуть срок погашения находящихся на руках у частных инвесторов греческих госбумаг на 7 лет.

Мы уже отмечали, что рейтинговые агентства будут вынуждены трактовать подобную меру как дефолт, что чревато существенным углублением кризиса в еврозоне, включая, прежде всего, Португалию и Ирландию. Глава ЕЦБ днем ранее действительно заявил о поддержке идеи добровольного участия частного сектора в реструктуризации госдолга Греции путем обмена погашаемых госбумаг на новые, однако речь шла именно о добровольности подобной меры, что никак нельзя себе представить в случае исключительно продления срока погашения данных бумаг без увеличения ставки по ним.



Реакция долгового рынка на подобную информацию оказалась достаточно умеренной – участники, похоже, уже утомились от многоголосья мнений и рекомендаций и решили дожидаться официальных решений на уровне еврозоны. Пятилетний страновой CDS-спред по греческим гособлигациям расширился во вторник на 20 бп, в то время как аналогичные показатели для Португалии и Ирландии остались стабильными или даже немного сузились. С нашей точки зрения, каких-либо шагов в отношении второго пакета помощи Греции следует ждать не ранее 20 июня, когда состоится очередное заседание Еврогруппы.

Новые последствия экономического кризиса в Беларуси ударили по стоимости госбумаг республики; негатив может распространиться и на среду

Экономический кризис в Беларуси продолжает набирать обороты – накануне цены на автомобильное топливо были повышены в среднем на 30%, что стало третьим увеличением за последние два месяца. В итоге стоимость бензина с марта выросла почти в два раза. Напряженная ситуация сохраняется и на валютном рынке. Национальный Банк Беларуси не намерен отказываться от действующих на внебиржевом рынке ограничений и менять курсовую политику. Позитивен, однако, тот факт, что регулятор, по словам источника Интерфакса, не будет использовать первый транш кредита ЕврАзЭС для интервенций, а направит его на пополнение золотовалютных резервов.

Евробонды союзного государства, демонстрировавшие трехзначный рост стоимости в последние несколько торговых сессий, накануне откатились на «фигуру». В среду негативная тенденция может быть продолжена – накануне, уже после закрытия торгов, агентство Moody's опубликовало ежегодный отчет по экономике Беларуси, в котором указываются среди прочего существенные проблемы с платежным балансом и потенциальные трудности в изменении модели экономического роста, основанной на данном этапе на внешних кредитных ресурсах и внутреннем спросе.

Итоги торгов по еврооблигациям: смешанная динамика при низкой активности; спред Russia 30 – UST10 замер

Торговая активность на российском рынке еврооблигаций во вторник была невысокой, сосредоточившись в основном в бумагах нефтегазового сектора.

Спросом пользовались длинные евробонды Газпрома, прибавившие по итогам дня 10-30 бп, в то время как среднесрочные бумаги компании немного просели – на 10 бп. Во втором эшелоне увеличение стоимости на 30 бп было отмечено по выпуску MTS 20, а евробонды ВымпелКома VimpelCom 18 и VimpelCom 21, напротив, подешевели на 10 и 20 бп соответственно. В банковском секторе продолжилось восхождение недавно выпущенной бумаги Россельхозбанка – RussAgrBank 21 вырос в цене на 20 бп.

Индикативный суверенный выпуск Russia 30, дорожавший в первую половину торговой сессии, к ее завершению растерял весь рост и в итоге просел на 5 бп до 118.51% от номинала. Спред Russia 30 – UST10 не изменился по сравнению с понедельником, составив 134 бп. Между тем рублевый евробонд РФ Russia 18R подрос в цене на 15 бп – 105.52% от номинала.

Российский долговой рынок: речь Бернанке уведет котировки вниз на открытии; основное внимание в среду – на нефть

Российский долговой рынок в среду, скорее всего, не сможет избежать влияния негативного внешнего фона и откроется снижением котировок. Констатация главой ФРС Б.Бернанке крайней недостаточности темпов восстановления американской экономики увела накануне торговые площадки страны в минус. Азиатские инвесторы в среду также отыгрывают новости из-за океана – основные фондовые индикаторы региона окрашены в красный цвет. Фьючерс на S&P500 умеренно снижается – на 0.1%.

Небольшим позитивом для российского рынка могли бы стать отросшие с момента закрытия предыдущих торгов до USD116.2 за баррель цены на нефть. Тем не менее, учитывая предстоящую сегодня публикацию данных по запасам топлива в США и, что еще более важно, заседание ОПЕК, по итогам которого картель может повысить квоту на добычу нефти, данный фактор будет слишком зыбким основанием для возможного роста котировок долговых инструментов.

*Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru ☎ 647-23-62
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64*



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Приток ликвидности сменился небольшим оттоком, на фоне которого ставки денежного рынка остаются сравнительно высокими

С начала месяца в платежную систему исправно поступали средства из бюджета и с валютного рынка (всего чистый приток RUB150.9 млрд. с 1 июня), однако вчера чистый приток рублевых средств временно приостановился. Мы не раз упоминали, что в промежутке между выплатами налогов и аукционами банки обычно перекадывают средства с корсчетов на депозиты и обратно, предпочитая при этом короткие депозиты в ЦБ – чаще на 1 день. Так, после того, как кредитные организации перевели с депозитов на корсчета накануне RUB19.1 млрд., во вторник они вновь вернули чуть менее RUB44.0 млрд. изъятых с [корсчетов](#) (снижение до RUB536.8 млрд.), а именно RUB35.5 млрд., – на [депозиты в ЦБ](#) (увеличение до RUB455.8 млрд. соответственно). В результате [чистая ликвидная позиция](#) (с учетом ОБР и обязательств банков перед ЦБ), снизилась на RUB8.5 млрд., при этом оставшись на «безопасном», с точки зрения рисков дальнейшего роста ставок денежного рынка, уровне RUB1.1 трлн.

В отличие от предыдущего дня, когда 1-дневные ставки МБК демонстрировали внутрисдневную тенденцию к повышению, вчера стоимость привлечения по [межбанковским кредитам](#), напротив, снижалась на протяжении всего дня. Так, открываясь с утра по инерции на довольно высоком уровне 3.5-4.0%, днем ставки МБК опустились уже до 3.5-3.6%, а на закрытие и вовсе откатились вниз до 3.25-3.5%, что ниже недавно повышенной ставки по депозитам с ЦБ овернайт в 3.5%. Менее комфортно продолжает чувствовать себя сегмент междилерского РЕПО, где торговая активность сейчас существенно выше той, что наблюдалась в предыдущие месяцы. На этом фоне ставки по сделкам [под залог ОФЗ](#), «залипли» на уровне 4.1%, а ставки под залог облигаций [1-го эшелона](#) – на отметке 3.98%.

Накопленных в наиболее ликвидных остатках на корсчетах и депозитах (RUB948.6 млрд.) средств вполне достаточно, чтобы обеспечить спрос на сегодняшних аукционах ОФЗ (суммарным объемом до RUB40 млрд.), причем под их покупку участники рынка могут использовать RUB6.0 млрд., привлеченные на депозитном аукционе Минфина вчера.

Рынок счел параметры депозитного аукциона Минфина непривлекательными, что не отменяет спрос на подобные средства

Хотя мы предрекали существенный спрос на депозитном аукционе Минфина 7 июня, предлагаемые ведомством бюджетные средства оказались слабо востребованы. Несмотря на то, что привлекаемые у Минфина деньги сравнительно подешевели относительно подросших ставок на денежном рынке (3.5-4.1%, овернайт), заявленную минимальную ставку размещения в 3.9% годовых (на 3 месяца) участники рынка, по всей видимости, сочли невыгодной, предъявив спрос лишь на 12%, или RUB6.0 млрд. из предложенных RUB50.0 млрд. по ставке 3.91%.

Мы не склонны считать, что причиной низкого спроса на размещаемые бюджетные средства стало наличие у участников рынка достаточных объемов свободной ликвидности. Судя по увеличению стоимости фондирования через МБК и междилерское РЕПО, потребность в подобных средствах со стороны рынка сохраняется. Однако то, насколько сильным будет фактический спрос на аукционах, скорее, определяется привлекательностью предлагаемого Минфином соотношения риск-доходность.

Основную поддержку рублю окажут импортеры и положительная коррекция цен на нефть

Несмотря на снижение нефтяных котировок накануне и неопределенность внешнеэкономической ситуации, рубль вчера укрепился на 5 копеек по отношению к бивалютной корзине. Ее стоимость с открытия по RUB33.58 к обеду опускалась до дневного минимума RUB33.52, но к закрытию вновь откатилась к RUB33.55.

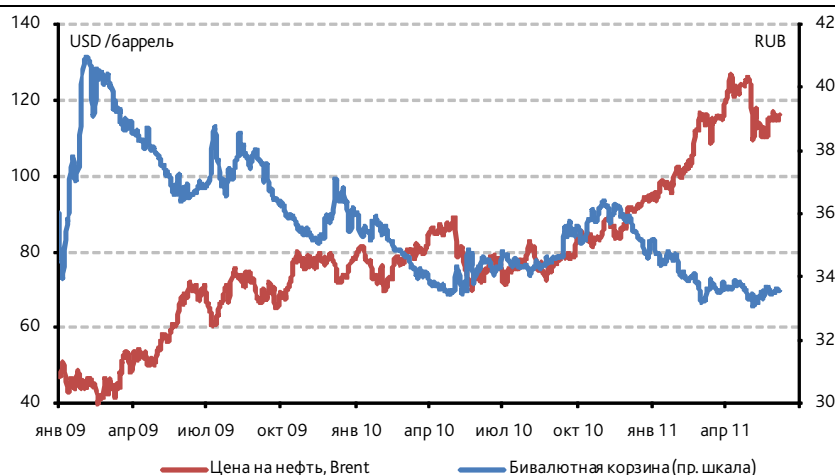
Предположительно основной спрос на рубли сейчас могут предъявлять импортеры, руководствуясь аргументом подешевевшего к рублю доллара. Сегодня поддержку рублю может оказать фактор положительной коррекции цен на нефть, однако укрепление по отношению к корзине, вероятнее всего, будет ограниченным – не более 15 копеек к уровню закрытия вторника (RUB33.55). Не в пользу рубля продолжающийся вывод капитала за границу и присутствие ЦБ, который, по нашим оценкам, по-прежнему покупает порядка USD200 млн. в день.



ЦБ увеличил интенсивность интервенционных покупок валюты, следуя за укреплением платежного баланса

По последним данным, в мае ЦБ увеличил интервенционные покупки до USD3.9 млрд. и EUR433.9 млн. (против USD3.3 млрд. и EUR240 млн. в апреле), около 80% из которых приходится на целевое приобретение валюты. На наш взгляд, увеличение интервенций не обязательно сопряжено с усилением давления на российскую валюту, а служит следствием необходимости абсорбирования растущего чистого притока нефтедолларов в страну, который мог увеличиться в связи с ослаблением оттока капитала в мае до USD5.0 млрд. против USD7.8 млрд. в апреле. Таким образом, входящие и исходящие потоки валюты на FX теперь достаточно сбалансированы, что отражается в стабилизации курса рубля к бивалютной корзине и менее выраженной тенденции к его укреплению или ослаблению, даже при возросшей внутридневной волатильности курса.

ДИАГРАММА. СРАВНИТЕЛЬНАЯ ДИНАМИКА КУРСА РУБЛЯ К БИВАЛЮТНОМУ ОРИЕНТИРУ И ЦЕНЫ НА НЕФТЬ, 2009-2011 ГГ.



Источник: Bloomberg, НБ «Траст»

По сегодняшним аукционам ОФЗ 25079 и ОФЗ 26206 Минфин премий не дал, тем не менее комфортная ситуация с ликвидностью будет способствовать размещению большей части предложения от ведомства

Вчера примерно в 14:30 МСК Минфин дал ориентиры по сегодняшним аукционам 4-летнего **ОФЗ 25079** и 6-летнего **ОФЗ 26206** (предложение по обоим выпускам составит по RUB20 млрд.). По **ОФЗ 25079** диапазон ведомства составил 7.10-7.20%. Накануне объявления диапазона доходность по ценам bid/offer составляла 7.24%/7.18%, впоследствии данный спред сжался до 7.18%/7.17%. На протяжении дня сделки по бумаге шли с доходностью 7.17-7.18%. Собственно, с учетом практики Минфина отсекал заявки по верхней границе диапазона и размещать на 1 бп по доходности ниже, на сей раз говорить о премии не приходится.

По новому 6-летнему выпуску **ОФЗ 26206** с дюрацией 4.95 лет представление о доходности мы формировали на основе более длинного **ОФЗ 26204**. Дюрация 7-летнего выпуска составляет 5.35 лет, торговался он вчера с доходностью 7.83-7.84%. Исходя из этого, доходность первичного размещения по **ОФЗ 26206** мы ждали на уровне 7.64-7.65%. Минфин сориентировал на 7.65-7.75% – что также не позволяет говорить о премии.

Вместе с тем, учитывая общую ситуацию с ликвидностью, мы рассчитываем на размещение большего объема предлагаемых выпусков, с большим предпочтением в отношении 4-летней бумаги.

На вторичном рынке сегмента ОФЗ вчера основные объемы пришлось на 3-летний выпуск **ОФЗ 25076** – сохранение спроса на среднюю длину привел к росту его цены на 22 бп.

В корпоративном сегменте в первом эшелоне продолжились покупки в **РусГидро-1** (+4 бп). Во втором эшелоне разнонаправленно торговались выпуски **Русал Братск** (**Русал Братск-7** -17 бп при покупках в более длинном **Русал Братск-8**, выросшем на 6 бп).



Мечел (Moody's: B1) и РМК (NR) закрывают книги заявок; размещения состоялись по рыночным ставкам

Вчера закончился маркетинг по облигационным выпускам двух компаний металлургического сектора: **Мечел-17, 18** (по RUB5 млрд. каждый, оферта через 5 лет, ставка купона – 8.40%) и **РМК-Финанс-4** (RUB5 млрд., оферта через 3 года, ставка купона – 9.00%). Оба размещения, по-видимому, характеризовались высокой активностью: ориентиры по обоим понижались в последний день дважды.

Результаты вряд ли стали неожиданностью. Как мы и предсказывали, ставка Мечела составила столько же, сколько и по выпуску Евраза, разместившемуся на пару дней раньше, даже несмотря на предлагаемую исходно Мечелом премию. **РМК-Финанс-4** разместился практически без премии к торгующемуся уже **РМК-Финанс-3** и со справедливым спредом к выпускам Мечела-Евраза –120 бп. Такая вполне рыночная оценка означает, что потенциал роста у новых выпусков, скорее всего, исчерпан, а баланс спроса и предложения на рынке уравновешен.

Банки штурмуют первичный рынок облигаций; мнение по справедливому уровню доходности

Московский Кредитный Банк (B1/NR/B+) (МКБ) вчера объявил о намерениях разместить RUB5 млрд. облигаций серии БО-5 со сроком обращения 3 года. Ориентир по купону находится в диапазоне 8.90-9.40%, или YTM 9.10-9.62%. Инвесторы смогут принять участие в формировании книги до 21 июня 2011 г., техническое размещение выпуска состоится 23 июня.

Мы считаем, что предложенные параметры интересны выше середины озвученных ориентиров. На данный момент более короткие выпуски банка (с дюрацией 0.9-1.6) торгуются с премией к суверенной кривой на уровне 250-270 бп. Учитывая премию за более длинный срок обращения, справедливый уровень доходности на 3-летнем диапазоне, на наш взгляд, составляет YTM 9.20-9.40%.

Банк «Держава» (NR), основными бенефициарами которого являются предприниматели В. Гусаров и С. Ентц, сегодня начнет маркетинг 2-й серии облигаций на RUB1 млрд. Индикативный купон по 5-летним бондам находится в диапазоне 10.25-10.75%, что обеспечивает доходность YTP 10.51-11.04% к оферте через год. Книга будет открыта до 29 июня, а размещение назначено на 1 июля 2011 года.

Ориентиры по бумагам мы считаем неинтересными и советуем склонных к риску инвесторов переключиться на высокодоходные инструменты ТКС-Банка. Банк «Держава» не публикует отчетность по МСФО, не имеет кредитных рейтингов от международных агентств, а масштаб его деятельности невелик. Так, банк занимает 186 место (RUB10.8 млрд.) по объему активов среди российских банков, по РСБУ на 01.05.2011. При этом портфель ценных бумаг (портфель RUB5.0 млрд.) превосходит объемы кредитования (RUB4.1 млрд.).

Запсибкомбанк (S&P: B-) намерен выпустить биржевые облигации 2-й серии. Объем выпуска составит RUB2 млрд., а срок обращения – 3 года. Ставка по купону озвучена в диапазоне 9.50-10.00%, или YTP 9.73-10.25% к полуторогодовой оферте. Книга заявок будет открыта до 21 июня, техническое размещение бумаг состоится 24 июня 2011 г.

Премия к кривой облигаций МКБ даже при нижней границе ориентиров превышает 120 бп, поэтому мы считаем, что ориентиры адекватно отражают более высокие кредитные риски Запсибкомбанка. В частности, высокий уровень концентрации кредитного портфеля, отстающие от рынка темпы прироста кредитов и низкие показатели прибыльности.

Также вчера **банк «Кедр» (Moody's: B2)** открыл книгу заявок для инвесторов на покупку 1-й серии 3-летних облигаций объемом RUB1.5 млрд. Ориентиры по купону еще не были озвучены. По всей видимости, банк планируют рефинансировать текущий выпуск **КБ Кедр-3** на сумму RUB1.5 млрд., который гасится в июле 2011. Мы не исключаем, что по облигациям будет предусмотрена оферта через 1.0-1.5 года.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru ☎ 789-35-94
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48
Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru ☎ 786-23-48



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

НЕФТЬ И ГАЗ

ТНК-ВР (Baa2/BBB-/BBB-): волатильность евробондов вновь вырастет на новостях о возобновлении сделки ВР с Роснефтью

На днях *WSJ* опубликовала статью, в которой пишет о намерении ВР продать долю или хотя бы часть доли в ТНК-ВР Роснефти. Таким образом, британская компания хочет освободить себя от акционерного соглашения с российскими акционерами СП и тем самым завершить сделку с российской госкомпанией по арктическому проекту и обмену акциями.

Информация, появляющаяся в СМИ, очень разнородна, и понять степень заинтересованности обеих сторон (ВР и Роснефть) пока сложно. По данным газет, у ААР будет право сделать встречное предложение британским акционерам по выкупу доли в ТНК-ВР.

КОММЕНТАРИЙ

На наш взгляд, с точки зрения евробондов ТНК-ВР можно ожидать возобновления волатильной динамики. Напомним, что в течение 4 месяцев с первоначального объявления о потенциальной сделке они демонстрировали динамику хуже рынка при повышенной волатильности. Так, спред **TNK 18 – Gazprom 18** вырос с 0 до 40 бп, а спред **TNK 20 – Lukoil 19** колебался от -10 до 10 бп. В мае их поведение «успокоилось», и спред к Газпрому упал до 15 бп. На наш взгляд, новый виток конфликта может добавить неопределенности.

У нас остается ряд вопросов по условиям данной сделки, а также по перспективам ее завершения. Непонятно также, сколько времени займет урегулирование всех споров. В частности, основные вопросы:

- **ВР.** Зачем нужно продавать долю в чрезвычайно успешной и прибыльной компании ради проекта, который потребует огромных вложений и возможность реализации которого до конца еще не понятна?
- **Роснефть.** Почему нельзя найти другого крупного международного партнера, сделка с которым вызвала бы куда меньше задержек и накладок?
- **ААР.** Захотят/смогут ли российские акционеры позволить себе выкупить долю ВР за столь огромные для российского рынка деньги?

В любом случае понятно, что появление новых сообщений о сделке будет влиять на рынок облигаций. Мы рекомендуем инвесторам искать соответствующей возможности и, пользуясь случаем, покупать или продавать бумаги и/или спреды.

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

СКБ-Банку (B1/NR/B) повышен рейтинг от Moody's на одну ступень до «B1»; нейтрально смотрим на облигации банка

Вчера Moody's повысило рейтинг СКБ-Банка до «B1» с «B2», установив «стабильный» прогноз. Аналитики отмечают следующие сильные стороны:

- Участие ЕБРР в составе акционеров банка обуславливает высокий уровень корпоративного управления и контроля над рисками.
- Поддержка со стороны акционеров в предоставлении капитала. Так, к концу 2011 СКБ-Банк получит порядка RUB2.5 млрд. средств.
- Низкая доля кредитов связанным сторонам в заемном портфеле: 3% по итогам 2010 года.
- Уверенные показатели рентабельности: ROAE – 12.4%, ROAA – 1.0% в 2010 г.

В то же время ограничивающими факторами для дальнейшего повышения рейтинга являются: высокий уровень концентрации кредитного портфеля, умеренные показатели достаточности капитала (Tier 1 – 8% и TCA – 12.8%), более быстрые темпы роста активной базы, чем способность генерировать капитал за счет внутренних источников.



КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно смотрим на действие рейтингового агентства и считаем кредитный профиль банка одним из наиболее устойчивых среди эмитентов ниже «B1/B+».

В свою очередь отметим, что банк демонстрирует опережающие темпы прироста кредитного портфеля (+14% за 4 месяца 2011 г. по РСБУ до RUB59.8 млрд.), поддерживая приемлемый уровень просроченных кредитов (ниже 4.2%). Однако качество кредитов еще не стабилизировано: доля проблемных займов выросла на 0.1 п.п. с начала года до 4.2%.

В качестве основных источников фондирования банк использует клиентские средства (RUB60.8 млрд., или 78% пассивов на 01.05.2011), объем которых остался на прежнем уровне с начала 2011 года. При этом рост объемов кредитования в 2011 году был профинансирован преимущественно за счет сокращения объема инвестиций в ценные бумаги (-24% до RUB12.5 млрд.).

Мы нейтрально относимся к облигациям банка. На данный момент наиболее ликвидные выпуски – **СКБ БО-3** и **СКБ БО-5** – торгуются при YTP 7.94/8.32% к оферте в мае/октябре 2012. Премия к бумагам МКБ не превышает 10-30 бп, поэтому потенциал для дальнейшего роста котировок незначителен.

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 647-23-59

СТРОИТЕЛЬСТВО И ДЕВЕЛОПМЕНТ

Ренова-СтройГруп (NR) размещает дебютный выпуск облигаций; до ЛСР и ЛенСпецСМУ еще далеко...

В понедельник была открыта книга заявок на облигации РСГ-Финанс-1. Обращаться на рынке бумаги на RUB3 млрд. будут 3 года, при этом также имеется полуторагодовая оферта. Индикативная ставка купона – 10.75-11.25%, что соответствует эффективной доходности к оферте 11.04-11.57%. Учитывая текущий уровень кривой облигаций ЛСР и ЛенСпецСМУ, это соответствует примерно 300-350 бп к единственному ликвидным на текущий момент бумагам строительного сектора.

КОММЕНТАРИЙ

Ренова-СтройГруп (в дальнейшем Ренова СГ или РСГ) – дебютант на рынке облигаций. Основные направления деятельности – строительство и девелопмент. Контрольным пакетом в 75% владеет ГК «Ренова» Виктора Вексельберга, остальные 25% - принадлежат двум топ-менеджерам компании.

Стоит отметить, что РСГ является именно девелопером, а не строительной компанией, как, например, тот же ЛСР. У компании отсутствует не только направление производства строительных материалов, но и непосредственно мощности по возведению жилья. Концепцией «fee-девелопмент», которой РСГ описывает свою бизнес-модель, является исключительно наличие экспертизы по выбору участков, проектов и аутсорсинг строительных функций подрядным организациям.

Компания относительно недавно присутствует и на строительном рынке – начало ввода жилья началось в 2007 году, за 3 года было введено в эксплуатацию лишь 250 тыс. кв. м. жилья, в 2010 – 400 тыс. кв. м. Таким образом, Ренова СГ очень динамично развивается, однако, на наш взгляд, отсутствие стабильной истории деятельности представляет риск. Номинально у компании максимальный портфель заказов в России, а на практике большая его часть приходится на проект «Академический» в Екатеринбурге, причем находится он в самой начальной стадии готовности. Мы связываем упор компании на этот проект с определенным фактором лобби: главой РСГ является бывший руководитель Администрации губернатора Свердловской области. У компании заявлены и другие проекты комплексного освоения территорий, однако они на порядок меньше основного, и опять же – стадия их реализации начальна.

Финансовые показатели Ренова СГ разочаровывают. Безусловно, ссылка на стандартную проблему строительного сектора – временной разрыв между фактическим генерированием денежных потоков и отражаемой выручкой в строительном секторе – имеет место быть. Однако заглянув в отчет о движении денежных средств РСГ, мы обнаруживаем огромную дыру в статье «чистый операционный денежный поток» (см. таблицу), связанную с необходимостью существенного пополнения оборотного капитала. В результате USD50 млн., сгенерированные на уровне EBITDA, превращаются в -USD240 млн. свободного денежного потока. Очевидно, это одно из проявлений того риска, что



деятельность компании еще не вышла на стабильную стадию развития.

Весь получающийся дефицит денежных средств компания вынуждена финансировать за счет привлечений банковских кредитов. Озвучиваемые менеджментом планы по объемам застройки на ближайшие 3 года подразумевают сохранение ввода площадей на текущих уровнях. Из этого мы делаем вывод, что Ренова СГ либо делает ставку на дальнейший рост цен, либо на продолжение привлечения внешнего долга. Второй путь, на наш взгляд, идентичен повторению типичной докризисной ошибки строительных компаний. Впрочем, пока мы видим рост цен на жилье в предвыборный год как наиболее вероятный вариант развития событий, а потому в ближайший год РСГ вряд ли столкнется с проблемами.

Из положительных моментов можем выделить существенную поддержку акционеров компании, не раз показывавших свою способность и желание предоставлять финансирование РСГ, а также готовых принять на себя позицию более младших кредиторов по отношению к держателям облигаций.

Тем не менее субординация долга акционеров скоро будет упразднена с намерением перевода их в капитал, однако об этом пока сложно говорить как о свершившемся факте.

Господдержка – также положительный фактор для Ренова СГ. Проявляется он в получении госконтрактов Минобороны, поддержке в реализации основного проекта «Академический» в Екатеринбурге, получении финансирования от Сбербанка. Впрочем, насколько последовательно этот фактор сохранится и при возможном повторении кризиса, нам не до конца понятно.

Мы обращаем внимание на очень сложную структуру группы РСГ, отсутствие рейтингов от международных рейтинговых агентств, а также четких планов по их получению в течение полугода-года.

Вполне возможно, маркируемый диапазон доходности, предлагающий 300-350 бп премии к наиболее известным представителям строительного сектора облигаций – ЛСР и ЛенСпецСМУ, является адекватным для компании, находящейся в активной стадии развития и показывающей столь уязвимые финансовые результаты. Тем не менее мы считаем желание компании разместить публичный бланковый долг по стоимости обеспеченных банковских кредитов, привлеченных уже в 2011 г., не слишком обоснованным, как с учетом ухудшения ситуации с ликвидностью во 2-3 кварталах 2011 г., так и с учетом операционного профиля. Как альтернативу в high-yield сегменте мы могли бы предложить инвесторам приобрести бумаги **СтройТрансГаз-2**, предлагающие 14.20% доходности на диапазоне 1 год.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЕНОВА-СТРОЙГРУП

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	21	99	199	456
EBITDA	-22	-44	-21	53
Чистая прибыль	-22	-431	113	89
Чистый операционный денежный поток	-67	0	-30	-234
Капвложения и M&A	39	107	48	9
Свободный денежный поток	-70	-2	-76	-242
Совокупный долг в т.ч.	225	284	403	687*
Краткосрочный долг	36	71	221	508*
Денежные средства и эквиваленты	9	11	17	36
Активы	1,117	674	881	1,264
Показатели				
EBITDA margin	отр	отр	отр	12%
EBITDA/проценты (х)	отр	отр	отр	2.8
Долг/EBITDA (х)	отр	отр	отр	13.0
Чистый долг/EBITDA (х)	отр	отр	отр	12.3
Долг/Собственный капитал (х)	0.4	2.8	1.7	2.0

* Компания одобрила решение по изменению статуса кредитов (а точнее – тела кредитов) перед акционерами на сумму USD320 млн. в разряд субординированных перед облигациями. В течение 2011 года эти кредиты планируется перевести в капитал компании, тогда совокупный и краткосрочный долг сократятся на USD270 млн. и USD210 млн. соответственно.

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60



ПРОМЫШЛЕННОСТЬ И ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЙ РЫНОК

Ситроникс (B3/NR/B-) опубликовал отдельные цифры отчетности по US GAAP за 1K 2011 г.; операционные показатели немного выросли, однако долговая нагрузка остается весьма значительной

Вчера подконтрольный АФК «Система» Ситроникс опубликовал пресс-релиз, в котором раскрыл некоторые статьи отчетности по US GAAP.

КОММЕНТАРИЙ

Выручка Ситроникса продемонстрировала ощутимый рост относительно результатов 1K 2010 г., однако этот эффект был связан с завершением нескольких проектов подразделением «Информационные технологии», которое добавило в выручку более USD100 млн. Эти проекты включали в себя поставку оборудования третьим сторонам, что является низкомаржинальным бизнесом. Совокупная рентабельность по EBITDA Ситроникса составила всего 3%, при этом компания продемонстрировала операционный убыток.

Наиболее важным для оценки финансового состояния Ситроникса является объем заключенных контрактов на 2011 г. Здесь компания демонстрирует неплохую динамику: за 1K 2011 г. Ситроникс заключил контрактов на USD1.4 млрд. Безусловно, не все они будут исполнены в 2011 г., но сам объем этих контрактов позволяет надеяться, что компания выполнит озвученный план по росту выручки на 2011 г. в 15-20%. Ситроникс также планирует сохранить прошлогодний уровень рентабельности в 9%

ТАБЛИЦА. ВЫБОРОЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СИТРОНИКСА

US GAAP, USD млн.	1K 10	2010	1K 11	1K 11/1K 10
Выручка	191	1,167	278	46%
EBITDA	12.7	105.6	8.4	-34%
Чистая прибыль	-28.3	-59.7	-18.9	-33%
Совокупный долг	756	699	741	-2%
Денежные средства и эквиваленты	120	262	171	43%
Активы	1,855	2,010	2,013	9%
Показатели				
EBITDA margin	7%	9%	3%	
EBITDA/проценты	0.2	1.7	0.6	
Долг/EBITDA*, (x)	29.4	6.6	7.3	
Чистый долг/EBITDA*, (x)	24.7	4.1	5.6	

* Значение EBITDA за последние 12 месяцев
Источники: данные компании, НБ «Траст»

Долг компании за год практически не изменился и составил в конце 1K 2011 г. USD741 млн. По заявлению компании, за первые 3 месяца текущего года ей удалось рефинансировать, погасить или пролонгировать кредиты примерно на USD50 млн., что и отразилось на чистой ликвидной позиции компании. Компания не раскрыла структуру своего кредитного портфеля, однако, по нашим оценкам, около 65-70% совокупного долга Ситроникса приходится на краткосрочные кредиты и займы.

Два рублевых выпуска облигаций Ситроникса предлагают доходность около 10.00-10.50% годовых при дюрациях 1.0 и 1.3 года соответственно. На наш взгляд, это слишком малая цена за очень высокие кредитные риски компании. Даже несмотря на существенный объем подписанных контрактов, которые обеспечат компанию заявленной выручкой, инвестиционная программа компании слишком велика (к концу 2011 г. планируется ввод линии производства интегральных микросхем по нормам 90 нм), а проценты по долгу – лишь немногим ниже EBITDA компании.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погаш-я/ оферта	УТМ / УТР, %
ТрансФин-М-76о	500	8.5	3	8.68
Акрон-4	3750	7.95	10 / 3	NA / 8.11
Акрон-5	3750	7.95	10 / 3	NA / 8.11
Кокс-26о	5000	8.7	3	8.89
ТрансФин-М-12	1000	8.5	10 / 5	NA / 8.68
ТрансФин-М-13	1000	8.5	10 / 5	NA / 8.68
ТрансФин-М-14	1000	8.5	10 / 5	NA / 8.68
ЗСД-1	5000	8.75	20 / 5	NA / 8.94
ЗСД-2	5000	8.75	20 / 5	NA / 8.94
ЕвразХолдинг Финанс-7	15000	8.4	10 / 5	NA / 8.58

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 июня	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 июня	1/3 НДС за 1К 2011 г.
27 июня	НДПИ и акцизы
28 июня	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориент. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
08 июн 11	Самарская 35007	12200	TBD	5
09 июн 11	Мечел-17	5000	TBD	10 / 5
09 июн 11	Мечел-18	5000	TBD	10 / 5
09 июн 11	РМК-Финанс-4	5000	TBD	5 / 3
09 июн 11	Мехпрачечная СвЖД-2	2480	8	15

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущи й купон	Новый купон	След. оферта/ Погаш-е
9 июн 11	ОМЗ-6	1,600	13	13	2 дек 11
10 июн 11	Х5-4	8,000	18.46	7.75	5 июн 14
10 июн 11	ОГКЗ	3,000	7.5	7.5	9 дек 11
13 июн 11	Формат	1,000	17	17	8 дек 11
14 июн 11	ВТБ Лизинг-3	4,231	7.5	6.9	10 сен 13
14 июн 11	ВТБ Лизинг-4	4,231	7.5	6.65	12 мар 13
14 июн 11	РЖД-16	15,000	14.33	7.9	6 июн 16
14 июн 11	Элемент Лизинг-2	2,300	21	11.5	8 сен 11
15 июн 11	Мечел-02	5,000	8.5	7.4	12 июн 13
15 июн 11	Разгулай-096о	2,000	0	0	15 дек 11
15 июн 11	Ханты- Мансийский Банк-2	3,000	7.85		
16 июн 11	РСХБ-07	5,000	6.9	6.85	11 июн 13
17 июн 11	Ренессанс КБ-3	4,000	12.5	9.25	6 июн 12
20 июн 11	Русское море	2,000	10	12	14 июн 12
21 июн 11	ДиПОС	2,000	6		
22 июн 11	Еврофинансы- Недвиж-1	1,100	5		
22 июн 11	НОМОС-Банк-09	5,000	7	6.25	15 июн 12
22 июн 11	Стальфонд-Недвиж. Еврофинансы- Недвиж-2	700	7	5	21 дек 11
23 июн 11	ТВЗ-16о	1,100	5		
24 июн 11	ТВЗ-16о	2,000	7	6.5	12 июн 13
28 июн 11	Газпром-11	5,000	13.75	13.75	24 июн 14
30 июн 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	29 сен 11
4 июл 11	РусьБанк-4	3,000	9.5		
8 июл 11	Фармпрепарат	23	12	12	

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

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 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. 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.