

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **ЕЦБ** – сохранение ставки, повышение прогнозов по экономическому росту и инфляции
- **Греция** может получить от ЕС и МВФ еще EUR45 млрд.; участие «частников» в реструктуризации госдолга Афин ударит по всей «периферии»
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** дорогая нефть не помогла корпоративным выпускам; суверенные бумаги в плюсе
- **Российский долговой рынок:** ждем нейтрального открытия торгов; подбирающаяся к USD120 за баррель нефть может поддержать рынок
- **Сбербанк** разместил 10-летние евробонды на USD1 млрд.; выпуск смотрится привлекательно ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- Небольшой отток **ликвидности** не потревожил денежный рынок; **ставки** остались на месте
- **Рубль** укрепился на заявлениях главы ЕЦБ и растущих ценах на нефть
- **Покупки вдоль кривой ОФЗ** с преобладающей активностью в средних выпусках с дюрацией 2.5-4 года. В большей длине ликвидность крайне низкая
- **Альянс Ойл** закрывает книгу с существенной переподпиской; неудовлетворенный спрос может заставить бумагу вырасти еще
- **Кузбассэнерго** предложит инвесторам еще один выпуск рублевых бондов; ориентиры не предлагают премии к вторичному рынку ([стр. 4-6](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **Tele2 Russia Holding** провела встречу с аналитиками и инвесторами; наше положительное мнение о компании только укрепилось; ориентиры по маркируемому облигациям выглядят очень привлекательно
- **Аэрофлот:** впервые стали известны объемы получаемых роялти; существенно, но не критично при сохранении поддержки государства; бонды интереса не представляют
- **НЛМК:** по итогам 1К 2011 г. компания создала запас прочности для консолидации европейской SIF; рейтинги инвесткаатегории сохраняются; бонды непривлекательны
- **Банк «Санкт-Петербург»** опубликовал хорошие итоги по МСФО за 1К 2011; вчера котировки рублевых бондов росли на позитивном новостном фоне; рыночную оценку считаем справедливой ([стр. 7-11](#))
- По данным Ведомостей, ФАС одобрила доведение Виталием Юсуфовым доли в **Банке Москвы** с 19.91% до 49.99% акций. Учитывая официально озвученную позицию ВТБ, мы сомневаемся, что госбанк позволит стороннему акционеру довести свою долю до такого уровня. Еврооблигации Банка Москвы уже не представляют спекулятивного торгового интереса
- **Уралкалий** предоставит кредит Беларуськалию в размере USD1 млрд., что может потребовать от него увеличения собственного долга; операция может оказаться первым шагом к M&A-сделке, однако на данном этапе новость нейтральна для облигаций Уралкалия

СЕГОДНЯ

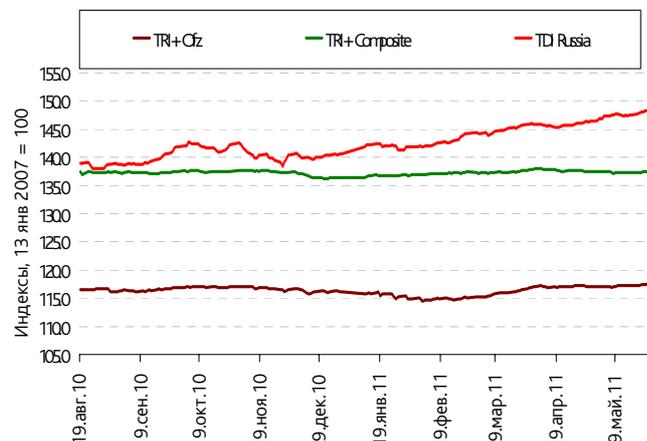
- **Статистика США:** индекс импортных цен, отчет об исполнении бюджета

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	↓	Value	Д Day	Д Month	Д YTD
EMBI+Rus spread	↓	189.00	-6.00	7.00	-10.00
EMBI+ spread	↓	286.10	-5.91	12.04	44.97
Russia 30 Price	↑	118.63	+0	+1 3/8	+3
Russia 30 Spread	↓	133.20	-3.50	-0.30	-15.30
Russia 5Y CDS	↑	138.09	+2.42	+3.71	-8.42
UST 10y Yield	↑	2.986	+0.03	-0.23	-0.35
BUND 10y Yield	↓	3.029	-0.02	-0.08	+0.11
UST 10y/2y Yield	↑	256.8	+0	-10	-17
Mexico 33 Spread	↓	242	-4	+16	+11
Brazil 40 Spread	↓	112	-5	+4	+162
Turkey 34 Spread	↓	302	-3	+14	+45
ОФЗ 26199	↓	5.20	-0.00	-0.07	-1.04
Москва 50	↑	4.78	+0.09	-0.15	-1.10
Мособласть 8	↓	7.23	-0.00	+0.03	-1.29
Газпром 4	↔	7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓	6.50	-0.00	-0.16	-0.96
Руб / \$	↓	27.703	-0.078	+0.075	-2.647
\$ / EUR	↓	1.451	-0.007	+0.027	+0.116
Руб / EUR	↓	40.524	-0.134	0.742	0.037
NDF 1 год	↓	4.350	-0.030	-0.170	-0.350
RUR Overnight	↑	3.20	+0.2	+0.7	
Корсчета	↑	540.7	+47.90	-164.80	-347.60
Депозиты в ЦБ	↓	425.9	-29.90	-48.40	-143.70
Сальдо опер. ЦБ	↓	352.60	-40.60	+24.50	+416.40
RTS Index	↑	1944.09	+1.82%	+3.86%	+9.68%
Dow Jones Index	↑	12124.36	+0.63%	-4.50%	+3.89%
Nasdaq	↑	2684.87	+0.35%	-6.22%	-0.25%
Золото	↑	1543.45	+0.42%	+2.70%	+9.09%
Нефть Urals	↑	117.27	+1.49%	+6.95%	+27.19%

TRUST Bond Indices

	↓	TR	Д Day	Д Month	Д YTD
TRIP High Grade	↑	256.45	0.13	1.73	10.88
TRIP Composite	↓	235.70	-0.04	-0.23	1.51
TRIP OFZ	↑	187.12	0.16	1.24	3.11
TDI Russia	↓	232.82	-0.10	2.93	10.58
TDI Ukraine	↓	233.42	-0.40	2.07	11.12
TDI Kazakhs	↓	186.67	-0.09	-1.14	4.80
TDI Banks	↓	231.52	-0.30	2.09	10.74
TDI Corp	↓	245.63	-0.15	3.05	10.93

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

ЕЦБ – сохранение ставки, повышение прогнозов по экономическому росту и инфляции

На вчерашнем заседании ЕЦБ ставки по всем операциям ЕЦБ были сохранены на текущих уровнях – 1.25% в терминах фиксированной ставки предоставления банкам ликвидности на срок 7 дней (Main Refinancing Operations). Решение было вполне ожидаемым – ЕЦБ исторически, как правило, не берет за себя двигать ставки до уточнения прогнозов по экономике.

Вчера регулятор предоставил обновленные прогнозы на 2011 и 2012 гг. По росту реального ВВП они составляют соответственно 1.5-2.3% и 0.6-2.8% против прежних 1.3-2.1% и 0.8-2.8%. Инфляцию в терминах сглаженного индекса потребительских цен (HICP – Harmonized Index of Consumer Prices) по итогам 2011 года ЕЦБ ждет в диапазоне 2.5-2.7% при прежнем прогнозе в 2.0-2.6%, по итогам 2012 – 1.1-2.3% при прежних ожиданиях в 1.0-2.4%.

В ходе пресс-конференции Ж.-К. Трише использовал фразу «высокая бдительность» (strong vigilance), что в последнее время рассматривается рынками как сигнал к повышению ставок на следующем заседании. Мы пока не готовы сформировать мнение о действиях регулятора на следующем заседании, предпочитая дождаться уточненных цифр по майской инфляции в еврозоне и предварительной оценки инфляции за июнь.

В числе прочих действий отметим пролонгацию периода действия механизма предоставления ликвидности по фиксированной ставке – с полным удовлетворением спроса со стороны кредитных организаций. Данная мера будет действовать до 11 октября (хотя ранее ее планировалось свернуть после 12 июля) и, очевидно, призвана стать поддерживающим фактором в целях обеспечения стабильности банковской системы еврозоны в свете очередного обострения долговых проблем.

Греция может получить от ЕС и МВФ еще EUR45 млрд.; участие «частников» в реструктуризации госдолга Афин ударит по всей «периферии»

Вероятный второй пакет помощи Греции продолжает обрастать новыми подробностями. Как сообщило накануне агентство Bloomberg, объем новых «вливаний» в экономику страны со стороны ЕС и МВФ может составить около EUR45 млрд. Непокрытые финансовые потребности Афин, оцениваемые в EUR170 млрд. на 2012-2014 гг., планируется при этом покрыть за счет оставшихся траншей из первого пакета финпомощи, приватизации и... реструктуризации имеющейся задолженности.

Осуществимость именно последнего элемента данного плана представляется нам крайне сомнительной, на что мы уже не раз указывали. Глава ЕЦБ Ж.-К. Трише в четверг в очередной раз заявил, что регулятор не поддержит какую-либо форму реструктуризации с участием частного сектора, кроме добровольной (а ее вероятность очевидно мала). В аналогичном ключе выступила в четверг и потенциальный руководитель МВФ К. Лагард. Между тем гораздо более устрашающий сигнал рынкам послало накануне агентство Fitch, заявив, что предложенная Берлином ранее схема реструктуризации будет рассматриваться агентством как дефолт Греции и неминуемо повлияет на рейтинги других стран, находящихся под «финансовым зонтиком» ЕС и МВФ.

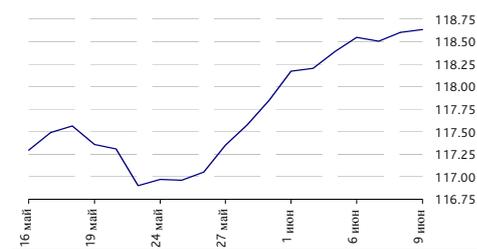
Долговой рынок Греции отреагировал очередным ростом доходностей на подобную информацию – по 10-летним госбумагам показатель «выстрелил» в четверг на 60 бп, вплотную приблизившись к отметке в 17%, а в пятницу с утра уже перевалил за нее. Доходности португальских и ирландских госбумаг с аналогичным сроком погашения также выросли – на 17 и 34 бп соответственно.

Мы считаем ключевым моментом в рассмотрении вопроса «добровольно-принудительной» реструктуризации встречу Еврогруппы 20 июня и последующее заседание Совета ЕС 23-24 июня и ставим на то, что частный сектор все же не будет участвовать в спасении Греции.

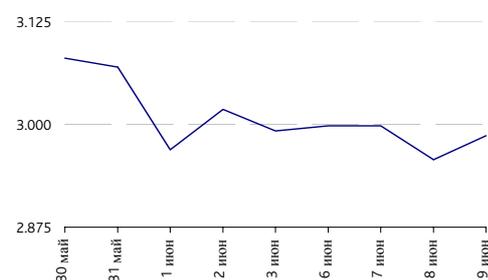
Итоги торгов по еврооблигациям: дорогая нефть не помогла корпоративным выпускам; суверенные бумаги в плюсе

Российский рынок еврооблигаций продемонстрировал в четверг разнонаправленную динамику – суверенные выпуски пользовались хорошим спросом, в то время как корпоративные бумаги пережили ощутимую просадку.

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





Нефтегазовый сектор не избежал падения, несмотря на существенно подросшие цены на нефть. Под максимальным давлением оказались длинные еврообонды Газпрома, потерявшие по итогам дня 60-70 бп. Продажи наблюдались также по долгосрочным выпускам ТНК BP (-15-35 бп). Во втором эшелоне наихудшую динамику показал еврообонд **Alrosa 20**, просев сразу на 60 бп, а также бумаги Евраз, подешевевшие на 10-30 бп. Из банков «отличились» выпуски **VTB 20** и **VTB 35**, потерявшие в цене 30 и 60 бп соответственно. Бумаги Сбербанка просели в среднем на 20 бп.

Суверенный еврообонд РФ, **Russia 30**, практически стоял на одном месте в течение всего четверга и в итоге завершил день в символическом плюсе – 3 бп до 118.63% от номинала. Спред **Russia 30 – UST10** сжался до 133 бп. Максимальный рост стоимости, как и днем ранее, был отмечен по рублевому еврообонду **Russia 18R** – он прибавил дополнительные 40 бп – до 106.28% от номинала.

Российский долговой рынок: ждем нейтрального открытия торгов; подбирающаяся к USD120 за баррель нефть может поддержать рынок

Учитывая смешанный внешний фон, традиционный «фактор пятницы» и предстоящие длинные выходные, сегодняшние торги на российском долговом рынке, вероятно, начнутся нейтрально. Тем не менее в течение дня мы не исключаем спорадических покупок ввиду существенно возросших цен на нефть.

Отсутствие значимых статистических публикаций заставит участников сосредоточить свое внимание на сигналах с других рынков. Нефть, существенно подорожавшую еще в среду, от отметки в USD120 за баррель отделяют считанные центы. В то же время фьючерс на S&P500 теряет порядка 0.4%, что говорит о неустойчивости вчерашнего подъема на американских фондовых площадках, которое многие приписали сильным данным по внешней торговле. Торги в Азии проходят в смешанной динамике на фоне замедления роста китайского экспорта.

Сбербанк (Baa1/NR/BBB) разместил 10-летние еврообонды на USD1 млрд.; выпуск смотрится привлекательно

Сбербанк в четверг провел размещение 10-летних еврооблигаций на USD1 млрд. с купоном 5.71%. Напомним, ранее представители крупнейшего в РФ банка заявляли о возможности выхода на рынок валютного долга в начале лета с предложением USD1.0-1.5 млрд. Всего в 2011 г. Сбербанк планирует занять на внешних рынках USD2-4 млрд.

Обращающиеся долларовые выпуски Сбербанка, в частности **SberBank 15N** и **SberBank 17**, торгуются с премией к суверенной кривой РФ в 70-80 бп. На предложенной же банком дюрации около 7.5 лет премия к суверенной кривой составляет порядка 80-90 бп. Таким образом, премию, предложенную Сбербанком, можно оценить в 10-20 бп, что представляется нам вполне адекватным и в то же время делает выпуск достаточно привлекательным, учитывая появление нового имени (помимо ВТБ и ВЭБа) на данной дюрации.

Мы не склонны переоценивать возможный эффект давления на «старые» выпуски еврообондов Сбербанка, учитывая в целом достаточно благоприятную конъюнктуру для российских долговых валютных инструментов, складывающуюся в последнее время.

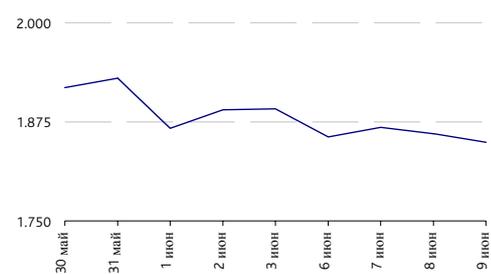
Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

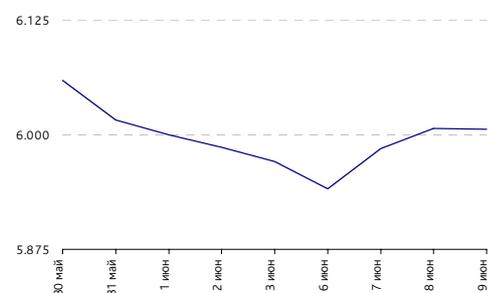
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Brazil 40 (YTM)



Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Небольшой отток ликвидности не потревожил денежный рынок; ставки остались на месте

Несмотря на небольшой отток ликвидности, ситуация на денежном рынке вчера оставалась спокойной. Банки продолжили наращивать [депозиты](#), пополнив их на RUB22.4 млрд. (до RUB448.3 млрд.) за счет средств с [корсчетов](#), которые в четверг сократились на RUB46.4 млрд. (до RUB494.3 млрд.). Сегодняшние расчеты по аукциону **ОБР-19**, спрос на котором составил всего RUB1 млрд. из заявленных RUB10 млрд., не окажут влияния на ликвидность.

Уровень задолженности банков перед ЦБ остается приемлемым – RUB325.4 млрд. С учетом обязательств кредитных организаций и ОБР показатель [чистой ликвидной позиции](#) вчера снизился на RUB23.8 млрд. до RUB1.08 трлн., что по-прежнему может расцениваться комфортным уровнем ликвидности. Мы полагаем, что небольшой отток средств был связан с преобладавшими вчера на FX продажами валюты, в ходе которых рубль продемонстрировал небольшое укрепление по корзине.

Сохранение приемлемого уровня ликвидности удерживает ставки денежного рынка от повышения. Чуть дороже, чем накануне, вчера стоили средства по 1-дневным [межбанковским кредитам](#). С открытия по 3.5-3.75% днем ставки МБК колебались в более узком диапазоне 3.4-3.75%, а закрытие проходило уже по 3.25-3.5%, что ниже ставки овернайт по депозитам с ЦБ (3.5%). Несмотря на сохранение повышенной торговой активности в сегменте межбанковского РЕПО на 1 день, ставки [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) вчера даже несколько снизились – в среднем 4.07% и 3.95% соответственно. Дешевле стоило и фондирование через [валютные свопы](#), где ставки в сегменте рубль-доллар расчетами завтра опустились до 3.5% на закрытие.

Рубль укрепился на заявлениях главы ЕЦБ и растущих ценах на нефть

Вчерашние заявления главы ЕЦБ вызвали новую волну пессимизма в отношении долговых проблем еврозоны (см. раздел «Еврооблигации»), что сопровождалось продажами евро с последующим заметным падением курса европейской валюты по отношению к рублю – до RUB40.34 против RUB40.55 накануне. Стоимость корзины последовала за динамикой евро-рубль, и продемонстрировала снижение в течение дня с RUB33.46 до RUB33.42, что на 9 копеек ниже предыдущего закрытия.

В пользу рубля сегодня – продолжение тенденции роста нефтяных котировок, притом что отношение участников рынка к рублевым рискам практически не претерпело изменений. [Трехмесячные ставки NDF](#), за исключением отдельных заявок, в основном находились в том же диапазоне, что и накануне – 3.73-3.84%.

Покупки вдоль кривой ОФЗ с преобладающей активностью в средних выпусках с дюрацией 2.5-4 года. В большей длине ликвидность крайне низкая

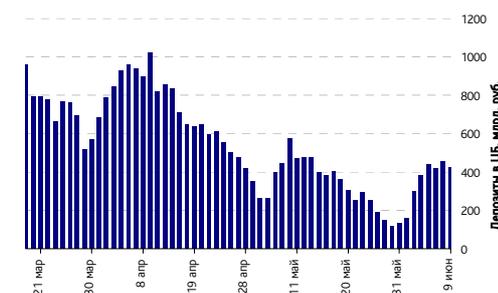
В сегменте ОФЗ вчера были отмечены покупки вдоль всей кривой, с активностью в дюрации 2.5-4 года. Преобладающие обороты сохранились в 3-летнем выпуске **ОФЗ 25076** (+11 бп в терминах средневзвешенной цены) и 5-летнем **ОФЗ 25077** (+5 бп). Чуть менее активно торговался новый 4-летний **ОФЗ 25079** (+15 бп) – относительно цены первичного размещения 1 июня выпуск вырос на 40 бп. В размещенном в среду 6-летнем **ОФЗ 26206** активность была низкой – в основном и переговорном режимах прошло шесть сделок совокупным объемом порядка RUB450 млн., а средневзвешенная цена по итогам четверга составила 99.04% от номинала (+1 бп к цене размещения).

В корпоративном секторе основные обороты вчера пришлось на выпуски Вимм-Билль-Данна – осуществлялся объявленный эмитентом выкуп практически всех обращающихся бумаг, заявки на который принимались 6 июня. Из рыночных сделок в корпоративных выпусках активизировались покупки в средней дюрации. В первом эшелоне наибольшие объемы пришлось на **Лукойл-4** (+14 бп по цене) и **РусГидро-1** (+8 бп). При небольшой ликвидности активность была отмечена в ряде выпусков ФСК ЕЭС (короткие **ФСК ЕЭС-6, 8** -11-15 бп по цене).

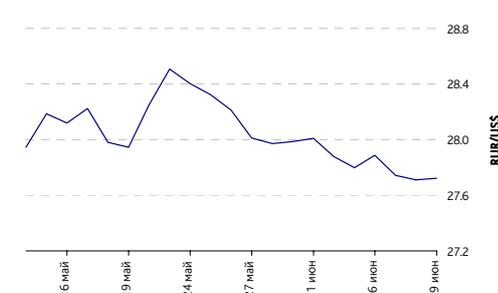
Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ



Курс рубль/доллар





Во втором эшелоне активно торговались выпуски МТС: 5-летний по дюрации МТС-7 вырос на 25 бп в терминах средневзвешенной цены, МТС-4 потерял 2 бп. В металлургических выпусках покупки при ликвидном рынке присутствовали в Мечел БО-2 (+11 бп) и Сибметинвест-1 (+6 бп).

Альянс Ойл (NR/B+/B) закрывает книгу с существенной переподпиской; неудовлетворенный спрос может заставить бумагу вырасти еще

Вчера с большим ажиотажем завершилось размещение выпуска НК Альянс-4. Только накануне закрытия книги диапазон сдвигался вниз 3(!) раза, а в итоге ставка купона составила даже меньше нижней границы последнего диапазона – 8.85%. Напомним, что изначально диапазон был на уровне 9.5-10.0%. Переподписка в 6 с лишним раз на выпуск – лишнее подтверждение высокого спроса. Сегодня утром организаторы решили предложить неудовлетворенным покупателям еще один выпуск с теми же условиями – еще RUB5 млрд. на 10 лет (оферта – через 5 лет).

Признаться, такая истерия на бумаге небольшой компании с рейтингами single-B приводит нас в недоумение. Тем не менее факт остается фактом – инвесторам нравится этот риск по предлагаемой цене – притом как на первичном, так и на вторичном рынке. В связи с этим мы не исключаем, что покупатели, заявки которых не будут удовлетворены, станут покупать выпуск на «вторичке». Хотя спред к выпускам Газпром нефти на пятилетнем диапазоне и так уже составляет 110 бп – столько же, сколько и на более коротком временном диапазоне, бумаги могут еще вырасти в стоимости.

Отметим еще раз, что с фундаментальной точки зрения это необоснованно, а потому бумаги стоит покупать лишь на короткую перспективу.

Кузбассэнерго (NR) предложит инвесторам еще один выпуск рублевых бондов; ориентиры не предлагают премии к вторичному рынку

Кузбассэнерго вчера открыл книгу заявок на очередной выпуск рублевых облигаций. На этот раз компания предлагает больший объем (RUB10 млрд.), но на меньший срок (оферта через 3 года, не через 5 как в дебютном выпуске). Эмитент ориентирует инвесторов на купон 8.20-8.50% годовых, что транслируется в доходность к оферте в УТР 8.37-8.68%.

Структура нового выпуска практически идентична структуре дебютного размещения, которое состоялось в конце апреля текущего года: хотя облигации выпускаются от имени только Кузбассэнерго, фактически они являются общим долгом одновременно ТГК-12 (Кузбассэнерго) и ТГК-13 (Енисейская территориальная генерирующая компания). Обе компании ранее входили в энергетический сегмент бизнеса СУЭК, который сейчас находится на пути разделения добывающего и генерирующего бизнеса.

К положительным чертам кредитного профиля ТГК-12 и ТГК-13 (в контексте этого выпуска мы не склонны их рассматривать отдельно) мы относим:

- Сильные позиции на рынке электроэнергии в сибирском регионе, монопольное положение на рынке тепловой энергии обслуживаемых регионов;
- Хорошие финансовые показатели и невысокая долговая нагрузка на момент привлечения займа;
- Наличие долгосрочных контрактов на поставку энергетического угля (от связанной стороны – СУЭКа), а также договоров на поставку мощности, которые обеспечат прирост выручки от продажи мощности после постепенного завершения инвестиционной программы.

Негативные моменты кредитного профиля:

- Высокая неопределенность с перспективами регулирования отрасли, что не позволяет делать долгосрочные прогнозы относительно финансовых результатов ТГК-12 и ТГК-13;
- Высокая доля выручки приходится именно на регулируемые государством тарифы;
- Инвестиционная программа ТГК-12 и ТГК-13 очень обширна: на пике инвестиционной активности (2012-2013 г) долговая нагрузка в терминах «Долг/ЕБИТДА» у компании может достичь уровня 3.8-4.2х.



Маркетингуемый диапазон по доходности в 8.37-8.68% годовых подразумевает премию к кривой ФСК в размере 120-150 бп и, на наш взгляд, выглядит справедливо. Учитывая, что дебютный выпуск Кузбассэнерго имеет соответствующую премию всего в 110 бп, можно ожидать, что выпуск будет размещен вблизи нижней границе диапазона.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

ТЕЛЕКОММУНИКАЦИИ

Tele2 Russia Holding (Fitch: BB+) провела встречу с аналитиками и инвесторами; наше положительное мнение о компании только укрепилось; ориентиры по маркетируемым облигациям выглядят очень привлекательно

Вчера представители Tele2 Russia Holding совместно с организаторами размещения дебютных облигаций компании провели встречу с инвесторами и аналитиками, представив детали финансового состояния и стратегии компании на российском рынке.

КОММЕНТАРИЙ

В «[Навигаторе долгового рынка](#)» от 3.06.2011 мы уже описали наше мнение в отношении четвертого крупнейшего игрока на рынке сотовой связи. В ходе вчерашней встречи мы выяснили несколько деталей, которые имеют дополнительную важность для оценки кредитного качества компании.

- Российское подразделение бизнеса является стратегическим для шведской Tele2 AB. Во-первых, доля России в базе абонентов всей международной компании составляет около 61%, причем рост абонентской базы в России демонстрирует лучшую динамику по сравнению с результатами всей Группы. Во-вторых, российский сегмент бизнеса приносит около 37% от консолидированной EBITDA Tele2 AB. Таким образом, материнская компания имеет все намерения активно развивать Tele2 Russia – «дочку», которая растет как быстрее прочих активов самой группы, так и быстрее ТОП-3 на рынке. Например, только за 1К 2011 темпы роста выручки Tele2 в 2-3 раза превосходили показатели ВымпелКома и МТС.
- Tele2 исторически позиционирует себя как мобильный дискаунтер, поэтому контроль за издержками – одна из самых важных черт стратегии как всей Группы, так и ее российского подразделения в частности. Tele2 Russia ориентируется на умеренный уровень инвестиций в инфраструктуру и привлечение дополнительных клиентов. CAPEX на 2011 г. запланирован в размере RUB9 млрд., в дальнейшем он будет составлять не более 16-17% от выручки (для сравнения, у операторов «Большой тройки» CAPEX составляет 21-23%).
- Одна из немногих неконтролируемых статей издержек – расходы на аренду каналов магистральных сетей составляет около 3-4% от выручки. Более того, по заявлениям компании, в последние годы отмечается постепенное снижение тарифов на передачу данных по магистральным сетям, из-за того, что крупнейшие конкуренты строят свою инфраструктуру, ослабляя ценовую конкуренцию за уже имеющуюся. Такой подход избавляет компанию от необходимости инвестировать в «тяжелую» инфраструктуру.
- Компанией многократно озвучивалась цифра по комфортному уровню долговой нагрузки в 1.25-1.75x. По всей Группе Tele2 AB максимальный леверидж установлен на уровне 1.25x, а это означает, что и российское подразделение будет постепенно снижать собственную долговую нагрузку. Максимальный уровень долга определяет и дивидендную политику Tele2 Russia: до тех пор, пока долговая нагрузка компании не снизится до установленного уровня 1.25x, дивиденды головной компании могут не выплачиваться. Впоследствии – при достижении целевого уровня по левериджу – свободные денежные средства могут быть направлены на дивиденды или же использованы для сделок M&A.
- Появившиеся ранее слухи о том, что привлеченные в ходе размещения денежные средства будут использованы всей группой, нужно трактовать в том смысле, что внутригрупповые кредиты будут постепенно замещены рублевыми заимствованиями. Это позволит Tele2 Russia снизить свою зависимость от валютных рисков.
- Несмотря на не самую высокую известность имени и бизнеса Tele2 в Москве и Московском регионе, история оператора именно в России насчитывает вполне весомые 8 лет, а на международном рынке – почти 30 (фактически с момента появления сотовой связи). Номинальное 4



место Tele2 в России (число абонентов) составляет всего 8.6%, однако в регионах присутствия своего бизнеса – у компании уверенное 1 место с долей рынка 31%, что на 6-8 п.п. выше, чем у МТС и ВымпелКома. В регионах, где Tele2 присутствует более 3 лет, доля компании как минимум в 2 раза выше, чем у любого игрока из ТОП-3.

- Условно низкие тарифы Tele2, хотя и вынуждают компанию работать с более низкой EBITDA margin, чем у конкурентов (порядка 30-35%), дают компании такой неоспоримый плюс, как высокую лояльность клиентов и резкое снижение числа абонентов-мигрантов со 2П 2009 включительно. Одновременно с этим тарифная политика приводит к более резкому притоку новых абонентов за последние 2 года.
- «Материнская» Tele2 – это очень «зрелая» публичная (15 лет) компания с иностранными корнями, наглядно демонстрирующая высокие стандарты раскрытия информации, опыт работы с инвесторами. Мы были приятно удивлены представительством спикеров и менеджеров со стороны как российской, так и шведской «материнской» компании на встрече. Мы считаем, что и риски корпоративного управления, и вероятность допущения репутационных рисков в случае Tele2 очень низки.
- Помимо так называемых регуляторных рисков или рисков неравноценных правил игры на российском телекоммуникационном рынке, едва ли не основным потенциально слабым местом Tele2 можно рассматривать ставку на постепенно устаревающий стандарт 2G/2.5G. В то время как ключевые конкуренты компании делают ставку на внедрение новых технологий и поддержание рентабельности за счет увеличения доли более маржинальных услуг по передаче данных, вотчина Tele2 – передача голосовых услуг, выручка и доходность от которой у ВымпелКома, МегаФона и МТС последовательно снижаются.

Суммируя все вышесказанное, Tele2 Russia можно оценить как очень прозрачного и финансово устойчивого эмитента, чьи операционные показатели в ближайшие годы будут расти опережающими темпами. Маркетингуемый диапазон по доходности в 9.20-9.73% предлагает премию к длинным рублевым выпускам ВымпелКома в размере более 100 бп, тогда как справедливой нам кажется премия не превышающая 30 бп даже с учетом большей дюрацией.

Важно отметить, что с точки зрения рейтингов эмитент не только не уступает, но выглядит даже немного лучше, чем конкуренты из ТОП-3. У бумаг Tele2 есть потенциал не только попасть в Ломбардный список, но и при условии отсутствия M&A сделок стать полноценными blue chips в кратко- и среднесрочной перспективе. Вполне возможно, что в ходе формирования книги заявок первоначальный ориентир по доходности будет резко снижен, однако даже если дело закончится символической премией к бондам ВымпелКома, покупка бондов Tele2 небезынтересна.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

ТРАНСПОРТ

Аэрофлот (Fitch: BB+): впервые стали известны объемы получаемых роялти; существенно, но не критично при сохранении поддержки государства; бонды интереса не представляют

По итогам проверки деятельности Аэрофлота за 2010 год ревизионная комиссия впервые раскрыла получаемые авиакомпанией от государства роялти за пролеты международных перевозчиков над территорией России. В 2010 они составили RUB6 млрд. (USD200 млн., 30% EBITDA), в 2009 – RUB6.7 млрд. (USD212 млн., 50% EBITDA). Таким образом, Долг/EBITDA без этих платежей составил бы 5.1х, а не 3.0х.

КОММЕНТАРИЙ

Как мы и ожидали, доля транссибирских роялти составила существенную долю в EBITDA Аэрофлота, что, безусловно, негативно для крупнейшего авиаперевозчика в России. Отметим, что риск потери платежей Аэрофлотом разумно рассматривать в привязке к процессу вступления России в ВТО. В связи с этим не исключено, что еще год-два компания сможет их получать, однако в любом случае нельзя рассчитывать на не зарабатываемые, а, по сути, субсидируемые государством платежи.



Впрочем, несмотря на негатив, который таит в себе новость, мы считаем, что кредитное качество Аэрофлота по-прежнему будет сильно зависеть от контролирующего акционера – государства. Скорее всего, Россия и дальше будет поддерживать своего основного игрока в отрасли, а потому рейтинговое агентство не станет снижать рейтинг уровня «ВВ+». По крайней мере, только в связи с новостью о роялти.

Напомним, что у Аэрофлота есть и другой существенный риск – консолидация проблемных авиакомпаний с необходимостью принять на себя их долги.

Бонды, предлагающие премию в 50 бп к бумагам РЖД, не кажутся нам привлекательными. Риски авиационной отрасли существенно выше, чем у железнодорожной, да и разница в рейтингах составляет 2 ступени.

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

МЕТАЛЛУРГИЯ

НЛМК (Ba1/BVV-/BVB-): по итогам 1К 2011 г. компания создала запас прочности для консолидации европейской SIF; рейтинги инвесткатегории сохраняются; бонды непривлекательны

КОММЕНТАРИЙ

Вчера НЛМК отчиталась по US GAAP за 1К 2011 года. Результаты оказались предсказуемо сильными, что традиционно характерно для самой стабильной сталелитейной компании России. Кредитные метрики сохранили для компании существенный запас прочности, который позволит ей без особых проблем для финансовых показателей консолидировать европейскую сталелитейную компанию SIF во 2К 2011 г. На наш взгляд, НЛМК должна подтвердить статус компании с рейтингами инвестиционного уровня даже после сделки. Этому способствует невысокая M&A-активность компании.

Основные показатели доходов ожидаемо выросли (см. диаграмму) на фоне позитивной ценовой динамики. Оставаясь практически без изменений на протяжении последних 3 кварталов, выручка, EBITDA и чистая прибыль близки к уровням начала 2008 года – периода, предшествующего пику цен на стальную продукцию.

Рентабельность по EBITDA далека от рекордных для НЛМК уровней в 40% и более, чему препятствует резкий скачок цен на сырье. Тем не менее компания по-прежнему является одной из самых эффективных в российской сталелитейной отрасли. Получив чуть меньше 25% маржи по EBITDA, НЛМК отстала лишь от Северстали, да и то на несущественные 0.4 п.п. Во 2К 2011 г. менеджмент прогнозирует неплохой диапазон по показателю – 25-30%.

Несмотря на снижение рентабельности, свободный денежный поток НЛМК вновь вышел в плюс (USD160 млн.). При этом же компании удалось реализовать часть годовой инвестпрограммы на USD400 млн. Напомним, что совокупный план на 2011 год составляет USD2 млрд. На наш взгляд, при сохранении благоприятной конъюнктуры, сумма вполне по силам для НЛМК и позволит сохранить свободный денежный поток в положительной зоне по итогам года.

Такая позитивная ситуация с денежными потоками позволяет снижать и без того низкую долговую нагрузку. По итогам 1К 2011 г. показатель «Долг/EBITDA» составил минимальные после кризиса 1.0x. В дальнейшем, скорее всего, он вырастет, что связано с приобретением оставшихся 50% в SIF (по плану компании, к концу 2К 2011 у НЛМК должен быть 100%-ный контроль). По неофициальным данным, у европейской «дочки» порядка USD1 млрд. долга на балансе, что должно увеличить «Чистый долг/EBITDA» с нынешних 0.7x до 1.1x. В эту цифру уже заложены затраты НЛМК в размере USD600 млн. на саму сделку по выкупу акций, а также еще одна сделка – продажа структурам Владимира Лисина транспортной компании НТК.

Отметим, что ни SIF, ни НЛМК пока не раскрывали отчетность первой, однако, по заявлению российской компании, SIF в 1К 2011 продемонстрировала прибыль по EBITDA. Ранее было известно лишь, что компания убыточна на уровне чистой прибыли.

Облигации НЛМК на рублевом рынке традиционно не вызывают у нас интереса из-за своего незначительного спреда к другим крепким компаниям первого эшелона.



ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НЛМК

US GAAP, USD млрд.	2008	2009	1K 10	2010	1K 11
Выручка	11.7	6.1	1.7	8.4	2.4
ЕБИТДА	4.7	1.4	0.4	2.3	0.6
Чистая прибыль	2.3	0.1	0.1	1.2	0.4
Чистый операционный денежный поток	2.8	1.4	0.1	1.4	0.5
Капитальные вложения	2.5	1.1	0.2	1.5	0.4
Свободный денежный поток	0.8	0.3	-0.1	0.0	0.2
Совокупный долг в т.ч.	3.0	2.5	2.5	2.6	2.6
<i>Краткосрочный долг</i>	<i>1.1</i>	<i>0.6</i>	<i>0.5</i>	<i>0.5</i>	<i>0.6</i>
Денежные средства и эквиваленты	2.2	1.2	1.2	0.7	1.0
Всего активы	14.1	12.5	13.0	13.9	15.2
Показатели					
ЕБИТДА margin	40%	23%	23%	28%	25%
ЕБИТДА/проценты (x)	22	7	8	12	14
Долг/ЕБИТДА (x)	0.6	1.8	1.6	1.1	1.0
Чистый долг/ЕБИТДА (x)	0.2	0.9	0.9	0.8	0.7
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2

Источник: данные компании, НБ «Траст»

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

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Банк «Санкт-Петербург» (ВаЗ/NR/WR) опубликовал хорошие итоги по МСФО за 1К 2011; вчера котировки рублевых бондов росли на позитивном новостном фоне; рыночную оценку считаем справедливой

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Банк «Санкт-Петербург» (БСП) опубликовал итоги 1К 2011 года по МСФО, а также провел conference-call с участниками рынка. Мы позитивно оцениваем динамику показателей банка: растет кредитный портфель, показатели рентабельности и маржинальности.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАНКА «САНКТ-ПЕТЕРБУРГ»

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1K 11
Чистые процентные доходы	9.5	10.4	12.0	3.3
Чистые комиссионные доходы	1.4	1.5	1.7	0.4
Операционные доходы до резервов	11.1	15.2	14.2	4.3
Операционные расходы	-3.9	-3.8	-4.5	-1.1
Отчисления в резервы	-3.4	-10.5	-4.5	-0.7
Чистая прибыль	2.8	0.6	4.1	2.1
Денежные средства	36.8	21.4	13.2	14.1
Ценные бумаги	5.0	30.0	37.2	45.3
Кредитный портфель, гросс	150.7	174.1	202.3	212.8
Резервы	-5.8	-15.9	-19.4	-20.2
Кредитный портфель, нетто	144.9	158.2	182.8	192.6
Средства кредитных организаций	32.3	16.0	11.3	22.1
Средства клиентов	139.8	176.0	191.8	188.2
Долговые ценные бумаги размещенные	14.3	8.3	26.6	27.8
Прочие обязательства	9.6	9.2	13.1	12.4
Собственный капитал	18.8	25.3	28.6	30.7
Активы	215.7	235.6	272.6	282.4
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	16.4%	2.9%	15.3%	28.2%
Доходность активов (ROAA)	1.6%	0.3%	1.6%	3.0%
Расходы/Доходы	34.7%	24.8%	31.3%	25.8%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.2%	5.0%	5.0%	5.0%
NPLs (свыше 1 дня)/Кредиты	0.7%	7.4%	5.1%	5.2%
Резервы/NPLs (x)	5.3	1.2	1.9	1.8
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	9.7%	10.7%	9.6%	9.7%
Достаточность капитала (TCAR)	14.2%	15.2%	13.0%	12.7%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



Напомним, что на днях банк объявил о намерениях провести **допэмиссию акций** на RUB3.5 млрд. (См. Навигатор долгового рынка от 09.06.2011), что позитивно отразится на показателях достаточности капитала. Так, ожидается рост Tier 1 с текущих 9.7% до 10.6-10.7%, а TCAR – с 12.7% до 12.8-13.1%. Более скромное увеличение TCAR обусловлено сделкой с ЕБРР, который выкупит основную часть размещения (RUB2.75 млрд.) и станет собственником 6% акций БСП. На вырученные средства БСП погасит субординированный долг от ЕБРР на сумму USD75 млн.

В 1К 2011 г. банку удалось обеспечить рост **чистой процентной маржи**, по нашим оценкам, до 5.0% (4.8% в 4К 2010), благодаря стабилизации ставок по кредитам и снижению стоимости фондирования. Мы ожидаем сохранения текущих показателей NIM по итогам 2011, поскольку банк не намерен существенно наращивать долю высокомаржинальных кредитных продуктов в портфеле. Одновременно менеджмент БСП не прогнозирует дальнейшего снижения ставок по депозитам, считая, что эффект замещения более дорогих вкладов дешевыми уже практически исчерпан.

Кредитный портфель увеличился на 5.2% за 1К 2011 г. до RUB212.8 млрд., а доля NPLs выросла на 0.1 п.п. до 5.2% от всех займов. Отметим, что рост просроченных кредитов связан с ухудшением качества отдельных корпоративных займов. В то же время розничный кредитный портфель последовательно улучшается: доля NPLs снизилась на 0.5 п.п. до 8.3%. Банк сохраняет ожидания на 2011 год по приросту кредитного портфеля на 15-20%, что, на наш взгляд, вполне реализуемо и по верхней границе диапазона.

По словам менеджмента банка, в последующие кварталы 2011 года **отчисления в резервы** будут составлять незначительные величины, что будет позитивно влиять на показатели P&L. Прогнозируемая величина ROAE составляет около 20% в 2011.

Как мы и прогнозировали, вчера котировки наиболее ликвидных выпусков **БСП БО-2,4** выросли на 20-70 бп, благодаря позитивному влиянию новостей о допэмиссии и публикации крепкой отчетности за 1К 2011. В результате премия к бумагам банка «Зенит» снизилась до 40 бп, что, на наш взгляд, адекватно отражает разницу в кредитных профилях банков. Евробонд **SPB 17** (УТС 5.03% к июлю 2012), на наш взгляд, не подразумевает интересных торговых идей.

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



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон, %	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
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
Самарская Обл-35007	12200	7.49	5	7.7
Мечел-17	5000	8.4	10 / 5	NA / 8.58
Мечел-18	5000	8.4	10 / 5	NA / 8.58
РМК-Финанс-4	5000	9	5 / 3	NA / 9.20
Мехпрачечная СвЖД-2	2480	8	15	8.16
ЕвразХолдинг Финанс-5	5000	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

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
14 июн 11	Альянс НК-4	5000	TBD	10 / 5
15 июн 11	Чувашия Респ-31008	1000	8	3
15 июн 11	Сэтл Групп-16о	1000	TBD	3 / 1
16 июн 11	Т-Платформы Финанс-1	100	11.5	3
20 июн 11	Обувьрус-1	700	TBD	3 / 1

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
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	Разгуляй-096о Ханты-Мансийский Банк-2	2,000	0	0	15 дек 11
15 июн 11		3,000	7.85		
16 июн 11	РСХБ-07	5,000	6.9	6.85	11 июн 13
17 июн 11	Ренессанс Капитал 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.	700	7	5	21 дек 11
23 июн 11	Еврофинансы-Недвиж-2	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	
11 июл 11	ТГК1-2	5,000	16.99		

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. Иностранцы инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

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