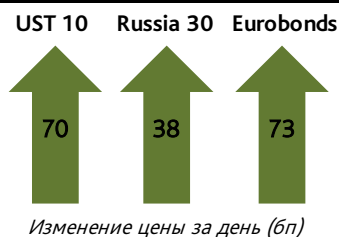


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

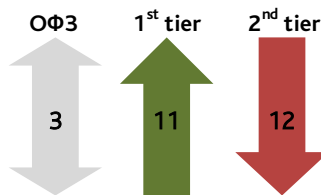
- ➊ **Протокол заседания ФРС** – инструменты реализации QE3 действительно обсуждались; регулятор в четвертый раз с начала года понизил прогнозы роста национальной экономики на 2011 и 2012; текущий спрос на рискованные активы все еще неустойчив
- ➋ **Итоги торгов по еврооблигациям:** рост котировок во всех сегментах; наибольшая активность сосредоточилась в нефтегазовых компаниях и банках
- ➌ **Открытие торгов по еврооблигациям:** внешний фон в целом благоприятный; подорожавшая нефть поможет рынку открыться в плюсе
- ➍ **Беларусь** с середины сентября введет на бирже дополнительную сессию со свободным курсообразованием белорусского рубля; ограничения на основной сессии сохранятся; вопрос о сроках выделения второго транша кредита ЕврАзЭС все еще актуален



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- ➊ **Торговая активность** в рублевом долге пока не растет; в связи с возвращением ликвидности в ОФЗ аномальные спреды по ряду выпусков исчезают; покупки в средних и длинных госбумагах
- ➋ Возобновление бюджетных поступлений оставляет надежду на восстановление **ликвидности**, однако пока снизились только ставки МБК

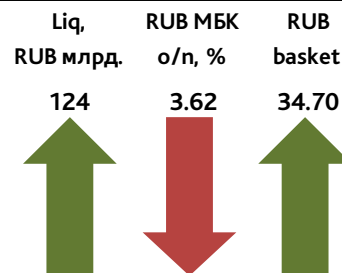


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- ➊ **Сбербанк** опубликовал хорошие итоги за 1П 2011 по МСФО; сохранение отдачи на капитал и активы происходит на фоне роста процентной маржи и снижения NPL; еврооблигации банка интересны как защитный актив
- ➋ **Нейтральные итоги ХКФ Банка** за 1П 2011: рост стоимости риска и фондирования не позволили нарастить показатели рентабельности во 2К 2011; не видим интересных идей в бумагах банка
- ➌ **Газпром** опубликовал нейтральную отчетность по МСФО за 1К 2011; операционные показатели бьют рекорды, инвестиционная программа будет расширена; отдельные выпуски евробондов недооценены
- ➍ **Globaltrans** опубликовал хорошую отчетность по МСФО за 1П 2011; операционные показатели увеличиваются, а долг уменьшается; основной риск – амбициозные планы роста; к бондам дочерней НПК относимся нейтрально
- ➎ **Авангард** опубликовал нейтральную отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка снижается; даже с учетом специфических кредитных рисков еврооблигации компании выглядят слишком перепроданными
- ➏ **Транскредитбанк** получил субординированный кредит от ВТБ на сумму RUB3 млрд.; позитивно для ТКБ, не сомневаемся в дальнейшей поддержке от материнской группы; нейтрально смотрим на бонды банков

Индикаторы FX/ММ



Значения на конец дня

Последние обзоры

- 15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы
- 3 августа Ликвидность в ЗК 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным
- 28 июля Стратегия долговых рынков: август 2011 г.
- 27 июля Банковская система в июне: розница удерживает доходы от падения

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:00	Оценка индекса потребительских цен в еврозоне за август
13:00	Безработица в еврозоне за июль
16:15	Занятость в частном секторе экономики США по версии ADP за август
18:00	Производственные заказы в США за июль
18:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 26 августа
20:30	Выступление главы ФРБ Атланты Д. Локхарта об экономике

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	253	+3
UST10	▼	2.16	-0.08
Russia 30 - UST 10	▲	200	+2
EUR/USD	▼	1.4445	-0.4%
Oil (Brent)	▲	114.1	+1.6%
VIX	▲	32.89	+0.61

Протокол заседания ФРС – инструменты реализации QE3 действительно обсуждались; регулятор в четвертый раз с начала года понизил прогнозы роста национальной экономики на 2011 и 2012; текущий спрос на рискованные активы все еще неустойчив

Опубликованный вчера протокол заседания ФРС 9 августа подтвердил ключевой аспект из всего того, о чем Б. Бернанке говорил в Джексон-Хоул: ФРС действительно изучает различные инструменты реализации QE3. К необходимости нового этапа стимулирования регулятор, понятно, приходит по причине далекого от прогнозируемых ранее оптимистичных уровней фактического состояния экономики. Собственно, на заседании 9 августа ФРС в четвертый раз с начала года пересмотрела в сторону понижения прогноз роста ВВП на 2011 и 2012 гг.; и, как сказано в протоколе, пересмотр был существенный. Конкретные цифры будут озвучены широкой публике по итогам второго дня заседания регулятора 20-21 сентября.

Утратилась и пятничная интрига от Б. Бернанке относительно возможных инструментов реализации третьего этапа стимулирования. Комментируя речь первого лица ФРС в Джексон-Хоул, в качестве центрального предположения мы озвучили продолжение выкупа активов (казначейских облигаций) с целью недопущения повышательного давления на реальные ставки в экономике. Как стало ясно из протокола, регулятор пойдет именно этим путем, однако и здесь возможно разнообразие. В частности, члены ФРС обсуждали удлинение дюрации приобретаемых UST, что будет иметь следствием дальнейшее расширение баланса центробанка. Второй вариант – покупка более длинных бумаг с одновременной продажей с баланса более коротких UST (в результате чего удастся уйти от увеличения баланса). Мы считаем, что один из этих вариантов и обретет форму будущего QE3. Кто-то из членов ФРС всерьез считает, что смягчением будет являться и уменьшение ставки по избыточным резервам банков в ФРС, что наоборот приведет к уменьшению баланса ФРС и в принципе является актом ужесточения монетарной политики.

Рынки относительно сдержанно отнеслись к публикации протокола ФРС. В целом же на вчерашнем оптимизме UST10 ходила внутри дня на 10 бп по доходности, завершив день на уровне 2.18% и снизившись к началу сегодняшнего дня до 2.17%. Выступавшие вчера глава ФРБ Миннеаполиса Н. Кочерлакота и ФРБ Чикаго Ч. Эванс говорили в традиционном русле своих взглядов. Оптимизма на рынках с пятницы, безусловно, прибавилось. Однако от покупок на глобальных рынках на фоне обещанного QE3 участников удерживают ухудшающиеся прогнозы по экономике. В этой связи волатильность на рынках не уйдет как минимум до итогов сентябрьского заседания ФРС, а текущие покупки в рискованных активах могут оказаться непродолжительными: на фоне роста индексов акций и нефти участники по-прежнему не дают упасть золоту, которое в последние недели обрело давно утраченный статус защитного актива.

Итоги торгов по еврооблигациям: рост котировок во всех сегментах; наибольшая активность сосредоточилась в нефтегазовых компаниях и банках

После затишья в понедельник, вызванного банковским выходным в Великобритании, российские евробонды во вторник показали неплохой рост котировок. При этом основная активность сосредоточилась в нефтегазовом и банковском секторах.

Высоким спросом накануне пользовались бумаги Новатэка: выпуски **Novatek 16** и **Novatek 21** подросли на 50 и 100 бп соответственно. Существенный рост котировок наблюдался также в долгосрочных евробондах Газпрома, Лукойла и ТНК-ВР (+60-80 бп).

Среди бумаг с рейтингом ниже инвестиционного уровня наиболее активно шли торги на дальнем конце кривой ВымпелКома. В итоге выпуски **VimpelCom 18**, **21** и **22** поднялись в цене на 70-100 бп. Ростом на 60-80 бп завершились торги по длинным еврооблигациям Евраз, а долгосрочные выпуски СеверСтали подорожали на 70-80 бп.

В квазисуверенных банках наиболее заметный рост котировок был отмечен на дальнем конце кривой Сбербанка (+70-110 бп). Длинные евробонды ВЭБа подросли на 60-70 бп, а ВТБ – на 30-50 бп. Подъем котировок также наблюдался в выпусках Альфа-Банка: **AlfaBank 17N** и **AlfaBank 21** подорожали на 70 и 80 бп соответственно. Увеличение стоимости евробондов Номос-Банка (**NOMOS 13** и **NOMOS 15**) было чуть менее заметным и не превысило 30бп.

Торги в суверенном сегменте также завершились во вторник в положительном ключе. Котировки **Russia 30** демонстрировали постепенный подъем в течение всего дня и в итоге выросли на 38 бп до 119.18% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** расширился на символические 2 бп и зафиксировался на отметке 200 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: внешний фон в целом благоприятный; подорожавшая нефть поможет рынку открыться в плюсе

Внешние рынки демонстрируют достаточно сильную устойчивость к негативным новостям. Несмотря на снижение доверия потребителей к экономике США в августе до минимального за два с половиной года уровня, инвесторы сочли возможным продолжить покупки. Положительное влияние на настроения участников торгов оказывают также возродившиеся после публикации протокола последнего заседания ФРС ожидания новых стимулирующих мер.

В Азии в среду торги идут в небольшом плюсе: японский Nikkei 225 прибавляет порядка 0.1%. В зеленой зоне торгуется также фьючерс на индекс S&P 500 (+0.2%). Существенную поддержку российскому рынку сегодня могут оказать нефтяные котировки – баррель Brent торгуется около USD114, что почти на USD1 больше уровня закрытия основных торгов в России накануне.

Из макроэкономической статистики центральное место сегодня, по всей видимости, займет отчет ADP по числу рабочих мест в частном секторе экономики США, предваряющий важный пятничный отчет Минтруда. В Европе сегодня будет опубликована предварительная оценка индекса потребительских цен за август. Мы считаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся сегодня небольшим ростом котировок.

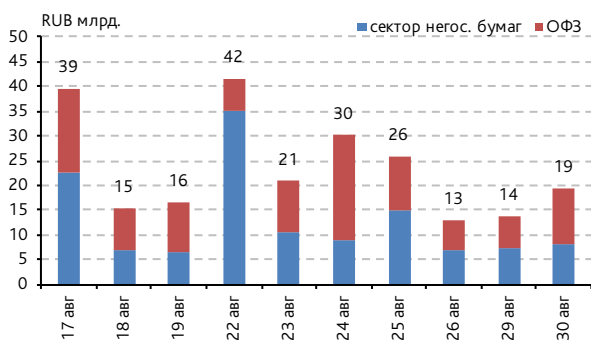
Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	20.3%
от 1 до 1.5 лет	7.9%
от 1.5 до 2 лет	3.7%
от 2 до 3 лет	18.2%
от 3 до 5 лет	45.5%
> 5 лет	4.4%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.16%	1.5
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.29%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.89%	6.5
Банки	7.68%	2.0
Корп 1 эшелон	7.23%	2.5
Корп 2 эшелон	7.79%	2.0

Торговая активность в рублевом долге пока не растет; в связи с возвращением ликвидности в ОФЗ аномальные спреды по ряду выпусков исчезают; покупки в средних и длинных госбумагах

Активность на рублевый рынок пока не возвращается – обороты торгов остаются пониженными. Вместе с тем вторник принес покупки в средних и длинных ОФЗ. Основной оборот торгов в последние дни устойчиво приходится на **ОФЗ 26203** (вчера бумага выросла на 16 бп в цене, YTM 7.52%), которая является бумагой к поставке по сентябрьскому фьючерсному контракту на четырехлетние ОФЗ. Также в длинных выпусках значительные объемы пришлись на **ОФЗ 26206** (+18 бп, YTM 7.73%).

Из более коротких выпусков активно торговался **ОФЗ 25079** (+4 бп, YTM 7.23%) и **ОФЗ 25068** (+58 бп, YTM 6.55%). Таким образом, нашу рекомендацию от 23 августа по покупке спреда **ОФЗ 25071–ОФЗ 25068** в рамках нормализации кривой ОФЗ от уровня -5-10 бп до 19-21 бп можно считать оправданной – по итогам вчерашних торгов спред составил 24 бп.

В корпоративном секторе покупки шли в некоторых качественных выпусках первого эшелона – **РСХБ-14** (+19 бп, YTW 7.85%), а также в ряде бумаг РЖД. На 110 бп в цене прибавил длинный выпуск **ФСК ЕЭС-19** (YTW 8.27%) при слаболиквидном рынке по данной бумаге.



Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Денежный рынок

События денежного рынка

31 авг	Зачисление RUB10 млрд. на депозиты банков (аукцион Минфина от 30.08.11)
31 авг	Возврат с депозитов банков RUB29.2 млрд. Минфину
1 сен	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
7 сен	Аукцион 7-летн. ОФЗ на RUB35 млрд.
7 сен	Выплата купонов по ОФЗ на RUB3.6 млрд.
14 сен	Аукцион 10-летн. ОФЗ на RUB35 млрд.

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	4.25/4.75	3.50	5.25	3.50/4.00
2-й круг	4.50/5.00	3.50	5.50	3.75/4.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.25-4.75	4.75-5.25	3.50-3.75

Возобновление бюджетных поступлений оставляет надежду на восстановление ликвидности, однако пока снизились только ставки МБК

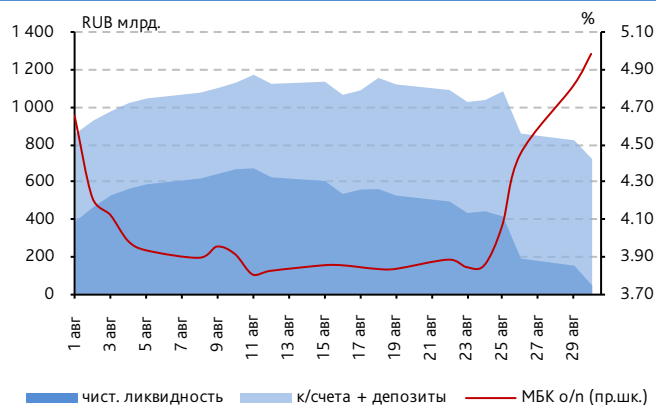
С завершением налогового периода, как мы и ожидали, бюджетные средства начали прибывать в систему в довольно крупных объемах, способствуя восполнению запаса ликвидности. Так, на [корсчета](#) вчера поступили RUB37.6 млрд. (прирост до RUB618.6 млрд.), а на [депозиты](#) и того больше – RUB41.9 млрд. (увеличение до RUB179.5 млрд.). Как следствие, общий запас средств на балансах ЦБ восстановился до RUB798.1 млрд., а разница между ликвидными активами и обязательствами банков перед ЦБ и Минфином ([чистая ликвидная позиция](#)) отдалась от опасной отметки ноль, достигнув RUB124.4 млрд.

Ставки денежного рынка пока не ощутили положительного эффекта от притока бюджетных средств, что неудивительно на фоне высокой сегментированности рынка, из-за которой распределение денег по системе происходит с запозданием. Поскольку спрос на фондирование концентрируется именно в сегменте междилерского РЕПО, соответствующие ставки отреагировали ростом еще на 10-20 бп: до 5.39% (+12 бп) [под залог ОФЗ](#) и 5.38% (+20 бп) под залог облигаций [1-го эшелона](#). При этом в менее напряженном сегменте МБК поступление ликвидности позволило оставшимся на высоком уровне в течение дня ставкам overnight для банков 1-го круга (4.75-5.25%), уже к вечеру снизиться до приемлемых 3.5-3.75%.

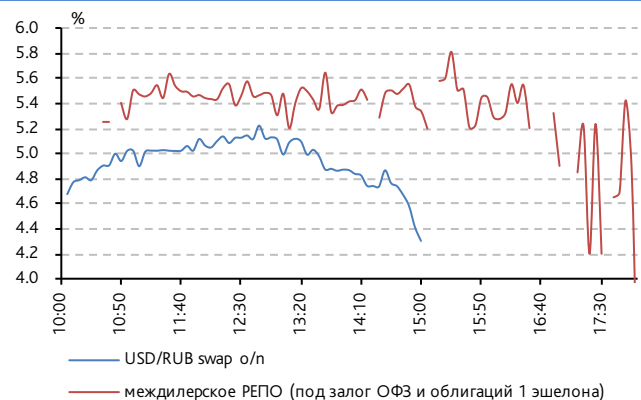
О том, что предъявляемый банками повышенный спрос на ликвидность не находит должного отклика со стороны рублевого предложения, а база доступных источников фондирования заметно сузилась, говорит востребованность инструментов рефинансирования Минфина и ЦБ. Наибольшую популярность у банков приобрели депозитные аукционы Минфина, ставка по которым в основном значительно уступает стоимости сделок аукционного РЕПО с ЦБ (мин. 5.5%), а объемы предлагаемых средств в среднем заметно превышают финансирование Банка России.

Не стал исключением и вчерашний аукцион. Поскольку потребность в средствах вчера никуда не исчезла, предложенные RUB10 млрд. были востребованы в полном объеме, при том что отношение спроса к предложению составило рекордные 9.1x, а средневзвешенная ставка для аукционов сопоставимой срочности впервые за последнее время превысила 5%, достигнув 5.86%. Второй день подряд банки привлекают внушительные суммы на аукционах прямого РЕПО – RUB13.7 млрд. на 1-день и RUB2.7 млрд. на неделю.

Ликвидность




Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Впрочем, эти RUB10 млрд. сегодня покроют лишь треть возврата Минфину с депозитов ранее привлеченных RUB29.2 млрд. С возобновлением поступлений от бюджетных расходов, которые будут только нарастать, в ближайшие дни стоит ожидать постепенного восстановления ликвидности на балансах ЦБ к RUB1.0 трлн. Однако, в отличие от ставок МБК, уже вернувшихся к приемлемым уровням, нейтрализации напряженности в сегменте междилерского РЕПО, на наш взгляд, ожидать не стоит. Не в пользу восстановления ликвидности говорит завершение покупок валюты ЦБ, заметно пополнявших с начала года общий ее запас.



Мария Помельникова
+7 495 789-35-94
maria.pomelnikova@trust.ru


Кредитные комментарии

Сбербанк опубликовал хорошие итоги за 1П 2011 по МСФО; сохранение отдачи на капитал и активы происходит на фоне роста процентной маржи и снижения NPL; еврооблигации банка интересны как защитный актив

КОММЕНТАРИЙ

Сбербанк опубликовал итоги по МСФО за 1П 2011 г., которые мы оцениваем умеренно позитивно. Сегодня вечером состоится телеконференция с инвесторами и аналитиками, посвященная результатам деятельности банка, где могут быть озвучены дополнительные детали. Темпы прироста кредитного портфеля во 2К 2011 г. ускорились при существенном улучшении качества займов, также банку удалось поддержать рост чистой процентной маржи.

В первую очередь отметим существенное улучшение качества кредитного портфеля, которое позволило Сбербанку продолжить восстанавливать резервы второй квартал подряд. Так, доля просроченных свыше 90 дней кредитов сократилась за 2К 2011 г. на 0.6 п.п. до 6.6% от всех займов. Основное влияние на динамику оказали не только существенный прирост объемов кредитования (+5.8% за квартал до RUB6.7 трлн.), но и сокращение NPLs в корпоративном заемном портфеле (-2.8% до 7.4% от займов юридическим лицам).

Объем розничных кредитов во 2К 2011 г. увеличивался более быстрыми темпами (+8.1% против прироста корпоративных ссуд на 5.2%), а их доля в кредитном портфеле выросла на 0.5 п.п. до 21.9%. Увеличение доли более прибыльных кредитов в совокупности с удешевлением фондирования позволили банку продемонстрировать рост чистой процентной маржи. NIM, по нашим оценкам, увеличилась до 6.5% во 2К 2011 г. против 6.2% в 1К.

Показатели рентабельности несколько снизились: рост процентных поступлений и восстановление резервов были компенсированы снижением операционной эффективности в виду роста затрат на персонал. Так, показатель ROAE снизился до 33.2%, а показатель Расходы/Доходы увеличился до 45.5% в 1П 2011 г.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СБЕРБАНКА

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1К 11	1П 11
Чистые процентные доходы	503	496	130	269
Чистые комиссионные доходы	101	124	30	64
Операционные доходы до резервов	646	660	170	362
Операционные расходы	-229	-283	-76	-165
Отчисления в резервы	-389	-154	14	22
Чистая прибыль	24	182	87	176
Денежные средства	726	720	668	882
Ценные бумаги	1,064	1,824	1,779	1,509
Кредитный портфель, гросс	5,444	6,192	6,339	6,707
Резервы	-580	-702	-678	-660
Кредитный портфель, нетто	4,864	5,489	5,661	6,047
Средства клиентов, в т.ч.	5,439	6,651	6,647	6,977
частных клиентов	3,787	4,834	4,888	5,090
Долговые ценные бумаги размещенные	171	273	252	269
Субординированный долг	519	304	308	313
Прочие заемные средства	123	306	270	242
Собственный капитал	779	987	1,078	1,133
Активы	7,105	8,629	8,696	9,079
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	3.2%	20.9%	33.6%	33.2%
Доходность активов (ROAA)	0.4%	2.4%	4.0%	4.0%
Расходы/Доходы	35.5%	42.8%	44.9%	45.5%
Чистая процентная маржа (NIM)	7.7%	6.5%	6.2%	6.4%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	8.5%	7.3%	7.2%	6.6%
Резервы/NPLs (x)	1.2	1.6	1.5	1.5
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	11.5%	11.9%	13.0%	13.3%
Достаточность капитала (TCAR)	18.1%	16.8%	17.8%	17.9%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Сбербанк Baа1/NR/BBB

МСФО, 1П 2011

Кредиты, RUB трлн. 6.7

NIM 6.4%

NPLs (+90 дней) 6.6%

Сбербанк приступил к реализации стратегии по активному расширению бизнеса на зарубежных рынках. На данный момент банк ведет переговоры о покупке подразделений Volksbank International в Восточной Европе. Ориентировочная сумма сделки, по данным Коммерсанта, составляет EUR585 млн., что соотносится с капиталом европейского банка с коэффициентом менее 1.0x и может представлять выгодную инвестицию для Сбербанка. Вдобавок, Сбербанк рассматривает возможность приобретения банков в Польше, однако итоги переговоров пока неизвестны.

Мы позитивно смотрим на намерения банка диверсифицировать географию присутствия, тем более что пока объем планируемых инвестиций вполне приемлем для крупнейшего российского банка: сумма составляет менее 4% от имеющихся денежных средств на балансе на 01.07.2011 г. Однако мы осторожно смотрим на расширение бизнеса в странах еврозоны, банковский сектор которых подвержен повышенным рискам.

Еврооблигации Сбербанка интересны в качестве защитного инструмента. На данный момент они торгуются с премией в 110-125 бп. к кривой суверенных выпусков, хотя до августовской нестабильности премия колебалась в пределах 60-90 бп.



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Нейтральные итоги ХКФ Банка за 1П 2011: рост стоимости риска и фондирования не позволили нарастить показатели рентабельности во 2К 2011; не видим интересных идей в бумагах банка

КОММЕНТАРИЙ

ХКФ Банк вчера опубликовал результаты деятельности за 1П и 2К 2011 г., а также провел телеконференцию с участниками рынка. Результаты деятельности банка мы склонны оценивать нейтрально: несмотря на ускорение темпов кредитования, снижение чистой процентной маржи и рост стоимости риска негативно отразились на показателях рентабельности бизнеса, которые, впрочем, остаются на высоком для отрасли уровне.

Во 2К 2011 г. банк увеличил объем кредитного портфеля на 5.8% до RUB89.4 млрд. (+4.0% в 1К 2011 г.), сделав ставку на кредитовании наличными (+37% до RUB31.1 млрд.). Тем не менее эффект от повышения доли более прибыльных кредитных продуктов в портфеле был нивелирован ростом стоимости фондирования. В результате NIM, по нашим оценкам, сократилась во втором квартале по сравнению с прошлым на 2 п.п. до 20.6%.

Доля NPLs свыше 90 дней в заемном портфеле сократилась во 2К 2011 г. на 0.2 п.п. до 6.6% от всех кредитов. Впрочем, это было достигнуто благодаря опережающей динамике кредитного портфеля, а количество проблемных займов в абсолютном выражении увеличилось на 4.0% за квартал до RUB5.9 млрд. Заметим, что во 2К 2011 г. банк наряду со списанием проблемных кредитов приступил к их активной продаже: около RUB2.8 млрд. просроченных займов было продано с баланса.

Во 2К 2011 г. банк нарастил отчисления в резервы на 21% по сравнению с 1К 2011 г. до RUB1.4 млрд., вследствие увеличения суммы проблемных кредитов и необходимости более консервативного резервирования при переключении на более высокий кредитный риск. Это в совокупности с ростом издержек на обслуживание фондирования привело к некоторому снижению показателей рентабельности. Так, во 2К 2011 г. ROAE снизился на 1.6 п.п. до 43.3%.

По итогам 1П 2011 г. у банка был аккумулирован существенный объем ликвидных средств (RUB17.5 млрд.) для успешного осуществления выплат по еврооблигациям на сумму RUB9.2 млрд. в августе текущего года и по рублевым облигациям на сумму RUB7.1 млрд. осенью. Вдобавок напомним, что в августе банк привлек синдицированный кредит объемом USD200 млн., который позволит поддержать ресурсную базу для дальнейшего роста кредитного портфеля в условиях ограниченного доступа к публичным рынкам и снизить стоимость фондирования.

Мы нейтрально смотрим на бумаги банка как на внутреннем, так и на внешнем рынках. Евробонд **НСФВ 14** (YTM 6.85%) торгуется чуть выше номинала, и динамика его котировок будет определяться настроениями на внешних рынках.

ХКФ Банк	Ва3/В+/ВВ-
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	89.4
NIM	22.2%
NPLs (+90 дней)	6.6%

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ХКФ БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1К 11	1П 11
Чистые процентные доходы	18.4	19.1	5.6	10.9
Чистые комиссионные доходы	6.5	7.3	2.0	4.2
Операционные доходы до резервов	24.3	24.7	7.5	14.9
Операционные расходы	-8.9	-9.3	-2.3	-4.9
Отчисления в резервы	-8.9	-3.6	-1.2	-2.6
Чистая прибыль	5.2	9.4	3.1	5.8
Денежные средства	13.3	7.4	14.0	12.1
Ценные бумаги	15.7	5.9	5.5	5.4
Кредитный портфель, гросс	67.8	81.2	84.5	89.4
Резервы	-8.9	-6.0	-6.1	-6.5
Кредитный портфель, нетто	58.9	75.3	78.4	82.9
Средства кредитных организаций	3.6	7.5	10.2	5.8
Средства клиентов, в т.ч.	13.6	23.8	26.8	28.5
частных клиентов	11.9	21.6	21.5	25.2
Долговые ценные бумаги размещенные	37.0	34.2	44.6	47.7
Собственный капитал	26.8	33.0	23.0	25.6
Активы	96.5	101.1	107.9	110.2
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	21.8%	31.4%	44.9%	39.4%
Доходность активов (ROAA)	4.9%	9.5%	12.0%	10.9%
Расходы/Доходы	36.6%	37.6%	31.1%	33.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	18.8%	20.2%	22.6%	22.2%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	12.9%	6.9%	6.7%	6.6%
Резервы/NPLs (x)	1.0	1.1	1.1	1.1
Стоимость риска	11.8%	4.8%	5.7%	6.2%
Достаточность капитала (TCAR)	36.4%	33.5%	22.7%	24.3%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

Газпром опубликовал нейтральную отчетность по МСФО за 1К 2011; операционные показатели бьют рекорды, инвестиционная программа будет расширена; отдельные выпуски евробондов недооценены

Вчера российский газовый гигант опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1К 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Результаты за 1К 2011 г. уже не слишком релевантны для компании, однако опубликованные данные лишней раз продемонстрировали отличное кредитное качество Газпрома. Примечательно, что в 1К 2011 г. компания получила рекордно большую EBITDA в размере RUB565 млрд. и рентабельность по этому показателю на уровне 43%.

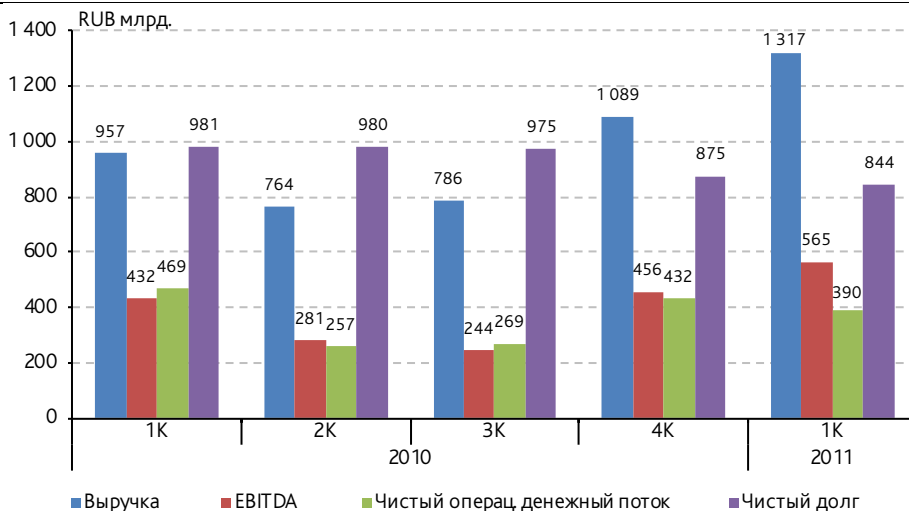
Операционный денежный поток оказался ниже на 10%, чем в 4К 2010 г., в то время как капитальные затраты продемонстрировали сезонное увеличение (+55%). В результате свободный денежный поток компании оказался отрицательным, однако так как его абсолютное значение составило всего -RUB7 млрд., роста чистого долга не произошло. Менеджмент компании озвучил планы по увеличению объемов инвестиционной программы до конца ближайшего года с RUB850 млрд. до RUB1.2 трлн. На наш взгляд, с учетом сохраняющихся высоких цен на природный газ увеличение объема капитальных затрат не должно повлечь роста долговой нагрузки Газпрома.

На данный момент, благодаря опережающему росту операционных показателей и консервативному отношению к привлечению новых кредитов, долговая нагрузка Газпрома снизилась относительно результатов конца 2010 г.: показатель «Чистый долг/EBITDA» составил всего 0.5x. По нашему мнению, подобная ситуация сохранится и до конца 2011 г. даже с учетом увеличения планов по капитальным затратам.

Газпром	Baa1/BBB/BBB
<i>МСФО, 1К 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	1317
EBITDA margin	43%
Долг/EBITDA	0.8

Еврооблигации Газпрома отыгрывали вчера падение последних трех дней, однако некоторые из выпусков отстали от остальных. В частности, спреды **Gazprom 19** на 20-30 бп шире спредов остальных евробондов компании. В целом еврооблигации Газпрома остаются отличным выбором для консервативных инвесторов до окончания периода высокой турбулентности на международных долговых рынках.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ГАЗПРОМА



Источник: данные компании, НБ «Траст»



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Globaltrans опубликовал хорошую отчетность по МСФО за 1П 2011; операционные показатели увеличиваются, а долг уменьшается; основной риск – амбициозные планы роста; к бондам дочерней НПК относимся нейтрально

Вчера крупнейший независимый железнодорожный перевозчик – Globaltrans – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Globaltrans продолжает демонстрировать очень хорошую динамику основных операционных показателей: грузооборот компании за последний год увеличился на 37% (для сравнения средний по России показатель составляет всего 7%). Рост выручки компании был обеспечен в том числе и положительной динамикой средних цен на перевозку (+22% в долларовом выражении). С другой стороны, тарифы РЖД за год увеличились на несколько большую величину – 27%, однако изменение принципа оплаты порожнего пробега немного сгладило этот негативный эффект. ЕБИТДА продемонстрировала сопоставимую вырубке динамику, увеличившись в 1П 2011 г. на 40% относительно 1П 2010 г. В последний год на операционную прибыль компании оказывали давление возросшие лизинговые платежи, так как Globaltrans увеличил парк вагонов в операционном лизинге приблизительно на 4100. В результате показатель рентабельности по ЕБИТДА сохранился на уровне конца 2010 г. – чуть выше 28%. Рентабельность с учетом скорректированной на тарифные отчисления РЖД выручки снизилась в 1П 2011 г. до 42% с 43% в конце 2010 г.

Операционный денежный поток, сгенерированный компанией, продемонстрировал более чем двукратный рост, существенно превысив объем капитальных затрат. Это позволило Globaltrans снизить долг на USD101 млн. Компания планирует расширять парк подвижного состава как за счет покупки новых вагонов, так и за счет М&А сделок. На данный момент основной риск для кредиторов Globaltrans – потенциальное объединение компании с ПГК: в случае если Globaltrans выиграет в тендере, ее совокупный долг многократно увеличится, а долговая нагрузка в терминах «Долг/ЕБИТДА» даже с учетом консолидации ПГК рискует превысить уровень 3.5-4.0х. (см. «Навигатор долгового рынка» от 26.08.2011) Однако в ходе вчерашней телефонной конференции менеджмент Globaltrans отметил, что компания не намерена участвовать в этой сделке по любой цене. Вполне вероятно, что в случае слишком

Globaltrans	NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млн.	906
ЕБИТДА margin	28%
Долг/ЕБИТДА	0.9

высокой оценки ПГК Globaltrans откажется от участия в тендере и сконцентрируется на органическом росте и мелких M&A сделках.

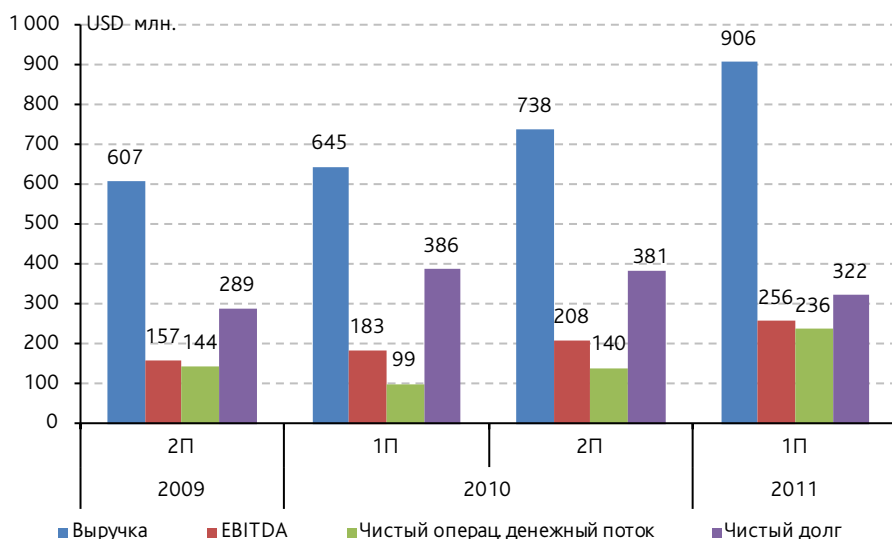
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ GLOBALTRANS

МСФО, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	645	1,383	906	23%	40%
Тарифные платежи	237	480	302	25%	27%
ЕБИТДА	183	391	256	23%	40%
Чистая прибыль	96	226	159	23%	66%
Чистый операц. денежный поток	99	239	236	69%	137%
Капвложения и M&A	155	307	50	-67%	-68%
Свободный денежный поток	-49	-61	186		
Совокупный долг, в т.ч.	444	519	418	-19%	-6%
краткосрочный долг	160	191	150	-21%	-6%
Денежные средства и эквиваленты	58	138	96	-30%	66%
Активы	1,277	1,515	1,580	4%	24%
Показатели					
ЕБИТDA margin	28.4%	28.3%	28.3%		
ЕБИТDA/проценты	8.4	9.0	12.2		
Долг/ЕБИТDA*	1.3	1.3	0.9		
Чистый долг/ЕБИТDA*	1.1	1.0	0.7		
Долг/Собственный капитал	0.6	0.6	0.4		

* значение ЕБИТDA за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

На данный момент долговая нагрузка Globaltrans не вызывает никаких опасений: показатель «Чистый долг/ЕБИТDA» находится вблизи уровня 0.7х. Менеджмент компании озвучил благоприятный уровень долговой нагрузки в диапазоне 1.0-1.5х, что, на наш взгляд, выглядит весьма консервативно. Структуру долга компании можно считать комфортной: более 75% долга номинирован в рублях, поэтому валютный риск для компании можно считать несущественным.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ GLOBALTRANS



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Доходность рублевых облигаций НПК, дочерней структуры Globaltrans, к колл-опциону, наступающему в январе 2013 г. составляет около 7.5%, и порядка 8.4% – к погашению, т.е. фактически соответствует доходностям бумаг Мечела. На этом уровне мы нейтрально относимся к бумагам НПК.



Дмитрий Турмышев
 +7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Авангард опубликовал нейтральную отчетность по МСФО за 1П 2011; долговая нагрузка снижается; даже с учетом специфических кредитных рисков еврооблигации компании выглядят слишком перепроданными

Вчера крупнейший промышленный производитель куриных яиц и яичных продуктов в Украине – агрохолдинг Авангард – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Авангарда демонстрируют сезонность: при существенном росте в годовом выражении (+35% по выручке, +53% по EBITDA) динамика относительно 2П 2010 г. оказалась отрицательной. Годовой рост выручки был обеспечен преимущественно за счет роста поголовья кур до 24.4 млн. штук (+30% относительно 1П 2010 г.) и последовавшего за этим увеличения производства яиц и яичных продуктов. Расходы на сырье за год выросли на 21% и составили USD126 млн., однако компания по-прежнему не раскрывает объем расходов на фуражное зерно – основную статью расходов для неинтегрированных производителей мяса курицы и куриных яиц.

Как мы уже отмечали, именно величина себестоимости вызывает у нас наибольшие вопросы: ранее компания заявляла, что низкие цены на зерно были обеспечены форвардными контрактами, заключенными в периоды наиболее благоприятной ценовой конъюнктуры на рынках зерна. По итогам 1П 2011 г. рентабельность по скорректированной EBITDA сохранилась на уровне выше 30%. На наш взгляд, рентабельность по EBITDA по итогам всего 2011 г. окажется под давлением из-за растущих цен на фуражное зерно и стагнирующих отпускных цен на куриные яйца.

Примечательно, что в 1П 2011 г. Авангард сгенерировал положительный операционный денежный поток, однако его объема оказалось недостаточно для финансирования инвестиционной программы, что повлекло за собой увеличение чистого долга компании почти на USD40 млн.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АВАНГАРДА

МСФО, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2011	1П11/2П10	1П11/1П10
Выручка	166	440	224	-18%	35%
EBITDA	52	171	79	-34%	53%
Чистая прибыль	62	185	67	-45%	8%
Чистый операц. денежный поток	18	-159	26		45%
Капвложения и M&A	21	82	51	-17%	145%
Свободный денежный поток	-3	-241	-25		
Совокупный долг, в т.ч.	273	261	263	0%	-4%
краткосрочный долг	187	30	49	61%	-74%
Денежные средства и эквиваленты	106	183	147	-20%	39%
Активы	1,123	1,079	1,129	5%	1%
Показатели					
EBITDA margin	31.0%	39.0%	35.1%		
EBITDA/проценты	4.9	5.7	19.4		
Долг/EBITDA*	1.9	1.5	1.3		
Чистый долг/EBITDA*	1.2	0.5	0.6		
Долг/Собственный капитал	0.4	0.4	0.3		

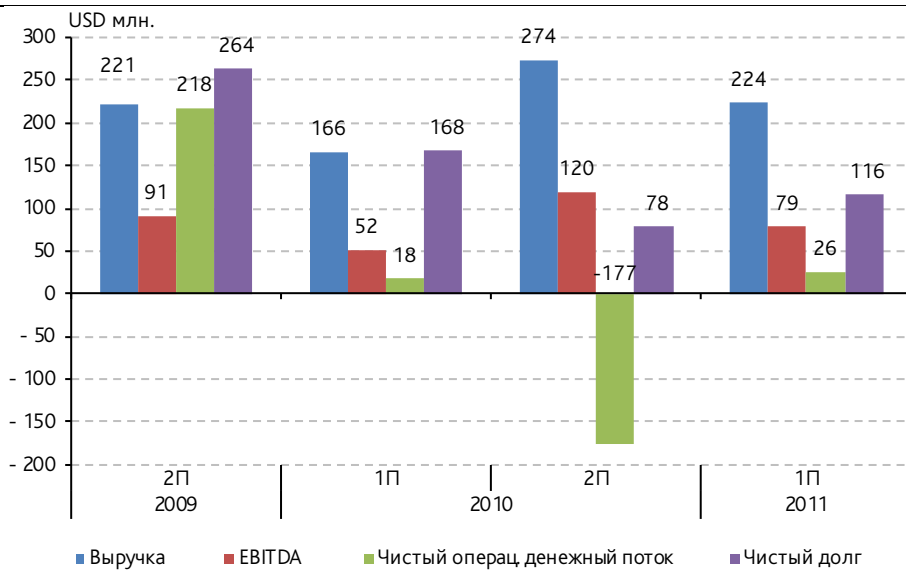
* значение EBITDA за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Текущая ситуация с долгом Авангарда не вызывает серьезных опасений: хотя показатель «Чистый долг/EBITDA» увеличился относительно конца 2010 г., он остается на невысоком уровне 0.6х. С учетом сезонного улучшения операционных показателей и запуска завода «Авис» в июле текущего года, а также роста себестоимости производства, мы ожидаем сохранения этого показателя ниже отметки 1.0х по итогам 2011 г.

Еврооблигации Авангарда оказались в лидерах падения среди выпусков других эмитентов Украины за последний месяц, потеряв в цене более 9 п.п. В результате бумаги Авангарда торгуются с самыми широкими спредами среди корпоративных эмитентов к суверенной кривой Украины (около 800 бп), что с учетом невысокой долговой нагрузки Авангарда выглядит слишком перепроданным уровнем. Однако до окончательной стабилизации ситуации на международных рынках котировки Авангарда будут оставаться под давлением.

Авангард	Fitch: B
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млн.	224
EBITDA margin	35%
Долг/EBITDA	1.3

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ АВАНГАРДА



Источник: данные компании, НБ «Траст»



Дмитрий Турмышев
 +7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
29 авг	ТрансФин-М-15	1.0	8.50%	5*	8.68%
29 авг	Медведь-Финанс-2	1.0	12.50%	1*	13.08%
17 авг	Держава АКБ-1	0.3	10.25%	1*	10.50%
5 авг	РенессансКапитал-360	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-160	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-160	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-160	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-660	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-460	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-560	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-260	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-160	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-760	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-160	1.5	11.00%	3	11.30%
19 июл	АИЖК 2011-2-3	1.7	н.д.	32	н.д.
19 июл	АИЖК 2011-2-2	7.5	6.00%	32	8.74%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
31 авг	ТрансФин-М-1260	0.5	н.д.	3
31 авг	ТрансФин-М-1360	0.5	н.д.	3

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
1 сен	МРСК Юга-2	6.0	17.50%	8.10%	3
8 сен	Судостр.Банк-3	1.5	9.25%	10.00%	1
8 сен	ТехноНИКОЛЬ-2	3.0	13.50%	13.50%	1
8 сен	Элемент Лизинг-2	2.3	11.50%	12.00%	3
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	0.10%	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	н.д.	1
16 сен	СИБУР-2	30.0	13.50%	н.д.	4
20 сен	Эгида	0.1	9.10%	н.д.	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	н.д.	3
22 сен	Русский Межд.Банк-3	1.1	10.75%	н.д.	2
22 сен	СеверСталь-160	15.0	14.00%	н.д.	1
26 сен	Акрон-2	3.5	14.05%	н.д.	2
29 сен	Ай Теко-1	0.6	12.50%	н.д.	1
29 сен	МИК-2	1.0	13.75%	н.д.	4
5 окт	РостТелеком-04	2.0	7.50%	н.д.	2
7 окт	РСХБ-04	10.0	11.50%	н.д.	6
7 окт	Фармпрепарат	0.0	12.00%	12.00%	1*

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
5 сен	ТК Финанс-2	1.0
6 сен	ЮниМилк	2.0
6 сен	МОЭСК	6.0
6 сен	МиГ-2	3.0
6 сен	Волгоградская Обл-03	0.5
7 сен	МОИА-2	1.8
7 сен	ЕБРР-3	7.5
13 сен	МосЭнерго-1	5.0
14 сен	НК Альянс-1	3.0
15 сен	Запсибкомбанк-1	1.5
20 сен	СатурнНПО-2	2.0
20 сен	Русский Стандарт-7	5.0
22 сен	НОК-2	0.2
23 сен	МетроСтрой	1.5
27 сен	Разгуляй Фин.-2	2.0
29 сен	ОГК5-01	5.0
5 окт	КВАРТ	0.3
5 окт	ВТБ24-1	6.0

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	Metallolinvest 16	USD	750	6.50%	5
13 июл	Oschad 16N	USD	200	8.25%	5
12 июл	Agroton 14	USD	50	12.50%	3
4 июл	Kyiv 16	USD	300	9.38%	5
28 июн	VimpelCom 14F	USD	200	4.25%	3
24 июн	VimpelCom 17	USD	500	6.25%	6
24 июн	VimpelCom 22	USD	1500	7.50%	11
21 июн	VTB 13CN	CNY	1000	2.95%	3

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
7 сен	UkrExim 11	USD	500
6 окт	ProdimeX 11	USD	100
12 окт	Moscow 11E	EUR	374
12 окт	VTB 11	USD	450
17 окт	NurBank 11	USD	150
20 окт	Promsvyazbank 11	USD	225
22 окт	VimpelCom 11	USD	300
4 ноя	InterGaz 11	USD	250
10 ноя	AIZK 11R	RUB	1040
14 ноя	SberBank 11	USD	750

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынковresearch.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынковsales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru**Руководитель дирекции****Дмитрий Игумнов**

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru**Макроэкономика и стратегия****Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru**Мария Помельникова**

+7 495 789-35-94

maria.pomelnikova@trust.ru**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru**Торговые операции****Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru**Клиентские продажи****Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru**Кредитный анализ****Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@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. Представленная 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 Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают 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 Дирекции анализа экономики и финансовых 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 данному ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным 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 Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.