

Навигатор долгового рынка

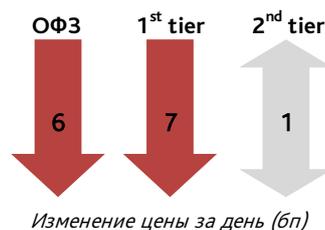
Глобальные рынки и еврооблигации

- 🕒 «Залоговый» вопрос между Финляндией и Грецией решится не ранее конца сентября; Италия спешит одобрить программу экономии к заседанию ЕЦБ; ждем важных новостей от Конституционного суда ФРГ
- 🕒 **Итоги торгов по еврооблигациям:** снижение котировок в корпоративном сегменте и рост в суверенном; евробонды Газпрома сохраняют статус «защиты», несмотря на снижение котировок
- 🕒 **Открытие торгов по еврооблигациям:** улучшение внешнего фона и дорожающая нефть помогут котировкам пойти вверх
- 🕒 **Еврооблигации – взгляд на сентябрь:** ожидание негативного новостного фона и повышенной волатильности на глобальных рынках; ставка на условно безрисковые защитные активы в еврооблигациях
- 🕒 **ЦБ Швейцарии** перешел к обещанному таргетированию валютного курса, установив минимальный курс евро к франку на уровне 1.20



Рублевые облигации и денежный рынок

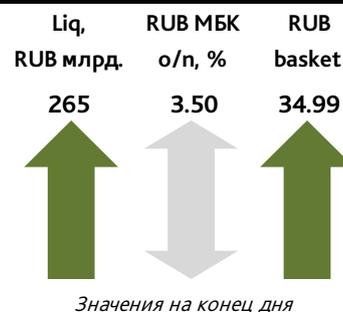
- 🕒 Заметные продажи в ОФЗ с дюрацией свыше 3.5 года; на сегодняшнем аукционе ОФЗ 26204 размещение по верхней границе ориентира Минфина 7.85-7.95% обеспечит продажу менее половины из предлагаемых RUB15 млрд.
- 🕒 Оживление первичного рынка: Юникредит банк и ВЭБ-Лизинг планируют разместить облигации; найдется ли спрос на бумаги?
- 🕒 **Стратегия долговых рынков на сентябрь – анонс.** Наши ожидания сводятся к ухудшению ситуации с ликвидностью, стагнации первичного рынка, росту ставок фондирования и доходностей бумаг; значимость бумаг из Ломбардного списка резко возрастает
- 🕒 **Ликвидность** нормализуется, а с ней и ставки money market; тенденция нисходящей коррекции стоимости фондирования сохраняет актуальность
- 🕒 **Рубль** может отыграть часть потерь благодаря некоторому улучшению внешнего фона и подросшим ценам на нефть



Кредитные комментарии

- 🕒 **VimpelCom Ltd.** опубликовал первую отчетность после консолидации Wind Telecom; долговая нагрузка выросла; в текущей рыночной ситуации к еврооблигациям относимся нейтрально
- 🕒 Отчетность МТС по US GAAP за 1П 2011: рентабельность начала выправляться, долговая нагрузка невелика; сохраняем наше отношение к МТС как к одному из наиболее надежных заемщиков
- 🕒 **Номос-Банк** опубликовал крепкие итоги за 1П 2011 по МСФО: позитивная динамика кредитного портфеля и чистой процентной маржи сохранилась во 2К 2011; нейтрально смотрим на бонды банка

Индикаторы FX/ММ



Последние обзоры

- 6 сентября Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011 г.
- 1 сентября Банковская система в июле: качество кредитов под сомнением
- 15 августа Долговая политика РФ 2012-2014: ОФЗ все более востребованы
- 3 августа Ликвидность в 3К 2011: риски – в деталях
- 29 июля Опасения ЦБ сместились от инфляционных рисков к процентным

Контакты и ссылки

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

12:00	Решение Конституционного суда ФРГ по вопросу участия страны в фонде EFSF
13:30	Итоги аукциона по 3-мес. госбумагам Португалии в объеме EUR1 млрд.
14:00	Промышленное производство в Германии за июль
19:15	Выступление главы ФРБ Чикаго Ч. Эванса
22:00	"Бежевая книга" ФРС
24:00	Выступление главы ФРБ Сан-Франциско Д. Вильямса

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	266	+6
UST10	▲	2.01	+0.07
Russia 30 - UST 10	▼	211	-9
EUR/USD	▼	1.3998	-0.7%
Oil (Brent)	▲	113.2	+2%
VIX	▲	37	+3.08

«Залоговый» вопрос между Финляндией и Грецией решится не ранее конца сентября; Италия спешит одобрить программу экономии к заседанию ЕЦБ; ждем важных новостей от Конституционного суда ФРГ

Настроения европейских инвесторов продолжили ухудшаться во вторник – фондовый индекс EuroStoxx 600 упал по итогам торгов до минимального за два года значения, несмотря на относительно неплохие данные по деловой активности в сфере услуг в США. Причины сохранения понижающей динамики все те же: неспособность властей Европы эффективно противостоять долговому кризису.

Так, накануне фактически безрезультатно завершилась встреча министров финансов Германии, Финляндии и Нидерландов. Политикам так и не удалось урегулировать вопрос с предоставлением Финляндии залога в обмен на ее участие во втором пакете помощи Греции. По информации источников Reuters, соглашение может быть достигнуто не ранее конца сентября, а основной преградой являются юридические вопросы.

Отметим, что сам по себе «залоговый» вопрос не является препятствием для выделения очередного транша стабкредита Греции. Однако рынки явно воспримут очередную неудачную попытку еврочиновников договориться как повод для пессимизма. Непосредственно по вопросу сентябрьского транша Афинам неназванный европейский чиновник накануне высказался в том духе, что Греция может и вовсе не получить его в случае, если «тройка» международных кредиторов (Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ) не даст положительный отзыв по исполнению программы экономии. Тем не менее, в нашем понимании, такое развитие событий исключено.

Чуть лучший новостной фон сложился во вторник в Италии. Правительство страны все же согласилось включить в план бюджетной экономии повышение НДС, а также ввести дополнительный налог на высокие зарплаты. Как ожидается, сегодня состоится голосование по данным мерам в верхней палате парламента Италии, что должно несколько успокоить представителей ЕЦБ (как раз настаивавших на этих мерах) накануне заседания Совета управляющих в четверг.

Относительно позитивные сигналы поступили во вторник и по части реформы Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF). По информации Reuters, все без исключения страны еврозоны готовятся завершить процедуры одобрения изменений в деятельности EFSF до конца сентября. Напомним, ранее сообщалось, что Словакия намерена провести голосование в парламенте по данному вопросу не раньше декабря.

Долговой рынок Европы во вторник несколько успокоился, однако негативный фон по Греции вывел ее 10-летние госбумаги на новые рекорды по доходности – 19.82% (+50 бп за день). Между тем доходности гособлигаций Италии и Испании вчера снизились менее чем на 10 бп – до 5.50% и 5.19% соответственно. Покинул исторический максимум и 5-летний CDS Франции, опустившись на 3 бп до 183 бп.

В среду важные сигналы поступят из Германии, где Федеральный конституционный суд страны вынесет решение по правомочности участия Берлина в спасении Греции в прошлом году, а также по вопросам функционирования EFSF. В этом свете наши основные опасения заключаются в следующем: суд может обусловить выделение в дальнейшем финпомощи другим странам еврозоны получением одобрения со стороны парламента ФРГ. Это как минимум сделает EFSF менее «маневренным», а в худшем случае, учитывая слабеющие позиции канцлера Германии А. Меркель в нижней палате парламента, может и вовсе поставить под вопрос будущее кредитование проблемных стран.

Итоги торгов по еврооблигациям: снижение котировок в корпоративном сегменте и рост в суверенном; евробонды Газпрома сохраняют статус «защиты», несмотря на снижение котировок

Российские еврооблигации провели вторник в поисках направления движения, разнонаправлено изменяясь в цене в течение дня, однако по завершении сессии

котировки бумаг, за исключением суверенных, ушли вниз под гнетом сохраняющегося неблагоприятного внешнего фона. Основная активность вчера сосредоточилась в суверенных выпусках, а объемы торгов были на уровне среднегодовых.

В нефтегазовом секторе хуже всех чувствовали себя длинные евробонды Газпрома, потерявшие по итогам вторника 1-1.1 п.п. Более короткие выпуски также подешевели на 30-60 бп. Тем не менее мы сохраняем наше положительное видение по бумагам данного эмитента как одного из защитных активов в период повышенной волатильности (см. [«Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011»](#) от 06.09.2011). Снижение котировок вчера наблюдалось также в бумагах Лукойла и Новатэка и составило в среднем 30-60 бп.

Среди евробондов с рейтингом ниже инвестиционного уровня продажи шли в выпусках **MTS 12** и **MTS 20**, подешевевших на 10 и 80 бп соответственно. Также под давлением оказались длинные еврооблигации Вымпелкома, сбросившие 30-50 бп. Котировки выпусков на дальнем конце кривой Евраза и Северстали упали на 20-30 бп.

Среди банков ощутимые потери понесли ВТБ и Сбербанк, длинные евробонды которых снизились в цене на 50-60 бп. Около 30 бп потеряли долгосрочные выпуски РСХБ. Из частных банков инвесторы избегали вложений в длинные еврооблигации Альфа-Банка (-40 бп), а также Номос-Банка (-20-30 бп).

Суверенные российские еврооблигации начали вторник на нейтральной территории, теряя символические 3-4 бп по цене, однако ближе к открытию торгов в США активность в бумагах повысилась, а котировки пошли вверх, что позволило индикативному выпуску **Russia 30** набрать 12 бп до 119.39% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** сократился на 10 бп до 211 бп, в том числе благодаря положительной динамике в доходности **UST10**, которая позволила «десятке» по итогам дня подняться примерно на 4 бп – выше 2%.

Открытие торгов по еврооблигациям: улучшение внешнего фона и дорожающая нефть помогут котировкам пойти вверх

Внешний фон среды выглядит достаточно благоприятным, что может обеспечить положительное открытие торгов на российском рынке еврооблигаций. Фондовая Азия уверенно растет после двух сессий падения (**Nikkei 225** в плюсе на 2%) благодаря слабеющей йене и хорошим статданным из стран региона. Фьючерс на индекс **S&P 500** поднимается на 0.5%, что также говорит об улучшении настроений инвесторов. Курс евро к доллару вырос до 1.4055, хотя еще во вторник вечером он опускался до 1.3980. Поддержку российским активам должна оказать также дорожающая нефть – за баррель Brent дают около USD113.5, что на USD2 больше, чем на закрытие основных торгов в России накануне.

Из статистической информации, публикуемой в среду, важными нам представляются данные по промпроизводству в Германии. Также немалый интерес для инвесторов представляет выход очередной «Бежевой книги» ФРС, хотя отыгрывать ее российский рынок будет уже завтра.

Еврооблигации – взгляд на сентябрь; ожидание негативного новостного фона и повышенной волатильности на глобальных рынках; ставка на условно безрисковые защитные активы в еврооблигациях

Во вторник мы опубликовали «Стратегию долговых рынков» на сентябрь, подводящую итоги крайне беспокойного для рынков августа и предоставляющую наш взгляд перспективы развития ситуации в сентябре. После удручающей статистики по августовской занятости в США мы полагаем, что спрос на рискованные активы (в том числе и на долги EM) не вернется на рынки вплоть до заседания ФРС 20-21 сентября. Мы не сомневаемся, что QE3 состоится, однако форма реализации нового пакета поддержки не гарантирует рост спроса на рискованные активы, в то время как стимулы от ФРС с 2009 г. непременно подогревали аппетит к риску. Долговые проблемы Еврозоны остаются нерешенными, а дополнительной точкой напряженности стал повышенный спрос на ликвидность в еврозоне. Мы считаем маловероятным положительную динамику в евробондах в сентябре, в лучшем случае делая ставку на нейтральные итоги месяца. Первичный рынок продолжит пустовать. Считаем целесообразным переждать большую часть сентября в евробондах Транснефти, Газпрома, Сбербанка, РЖД, Синека и отчасти МТС. Более подробно см. [«Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011 г.»](#).

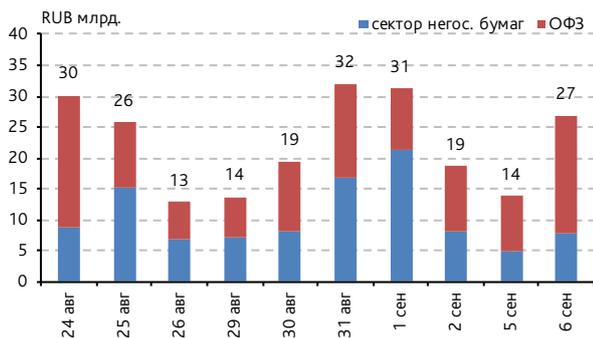
Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	8.3%
от 1 до 1.5 лет	7.1%
от 1.5 до 2 лет	3.9%
от 2 до 3 лет	11.4%
от 3 до 5 лет	40.8%
> 5 лет	28.5%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▲ 6.45%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲ 7.25%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	◄ 7.96%	6.5
Банки	▲ 7.62%	1.5
Корп 1 эшелон	▲ 7.22%	2.5
Корп 2 эшелон	▼ 7.83%	2.0

Заметные продажи в ОФЗ с дюрацией свыше 3.5 года; на сегодняшнем аукционе ОФЗ 26204 размещение по верхней границе ориентира Минфина 7.85-7.95% обеспечит продажу менее половины из предлагаемых RUB15 млрд.

В рублевом долге снижение цен во вторник продолжились. Наиболее заметным оно было в средних и длинных выпусках ОФЗ с дюрацией свыше 3.5 года: **ОФЗ 26204**, **ОФЗ 26206** и **ОФЗ 25077** подешевели на 20-40 бп. Ориентиры доходности Минфина по сегодняшнему аукциону 7-летнего выпуска **ОФЗ 26204** лежат в диапазоне 7.85-7.95%. Ориентиры вполне рыночные, во вторник сделки по выпуску шли в диапазоне 7.91-7.94%, во второй половине дня рыночная доходность устойчиво составляла 7.93%. Видимо, Минфин будет удовлетворять заявки по верхней границе диапазона, исходя из практики последних доразмещений в условиях волатильного рынка.

Принимая во внимание текущую конъюнктуру, при таком сценарии участие в аукционе может показаться привлекательным, так как верхняя граница ориентира ведомства представляет собой минимум по доходности с 10 августа. К тому же локальный спад негатива на внешних рынках, позволивший нефти подрасти относительно вчерашнего закрытия торгов рублевыми облигациями, может обеспечить снижению рублевых доходностей уже на открытии рынка. Вместе с тем все больше участников рынка осознают риски ухудшения рыночной конъюнктуры, что весьма чувствительно для длинных выпусков (при дюрации **ОФЗ 26204** 5.1 год). К тому же в последние недели ликвидность в дальнем сегменте кривой ОФЗ неустойчива, что также создает риски широких ценовых колебаний. В свете вышесказанного мы полагаем, что размещение на сегодняшнем аукционе составит менее половины из предлагаемого Минфином объема (который составляет RUB15 млрд.).

В корпоративном секторе присутствовали достаточно сильные просадки в первом эшелоне без существенных объемов: **РСХБ-14** подешевел на 21 бп (YTW 8.0%), **ФСК ЭЭС-19** потерял 41 бп (YTW 8.21%).

Оживление первичного рынка: Юникредит банк и ВЭБ-Лизинг планируют разместить облигации; найдется ли спрос на бумаги?

Вчера сразу две финансовые организации **Юникредит банк** и **ВЭБ-Лизинг** заявили о намерениях разместить долговые бумаги на внутреннем рынке. Учитывая низкую активность участников рублевого рынка, разместить бумаги эмитентам будет не просто.

ВЭБ-Лизинг планирует разместить облигации 6-й серии на сумму RUB10 млрд. Срок обращения бумаг составит 10 лет, также будет предусмотрена оферта через 3 года. Книга заявок инвесторов на покупку облигаций будет открыта с 12 по 16 сентября 2011 г., а техническое размещение назначено на 20 сентября текущего года. Ориентиров по доходности еще не было озвучено.

Юникредит банк предлагает инвесторам необычный для рублевого рынка инструмент – облигации с ипотечным покрытием 1-й серии. Объем выпуска 5-летних бумаг составит RUB5 млрд., а ориентир по доходности озвучен в диапазоне YTM 8.16-8.37%.

Установленные параметры обеспечивают премию к кривой ОФЗ на уровне 60-85 бп, что может заинтересовать инвесторов с наличием долгосрочного фондирования и предпочтениями инвестировать в длинные бумаги до погашения, например, пенсионные фонды. По данным Интерфакса, книга заявок закроется уже в конце

текущей недели, поэтому не исключено, что круг инвесторов уже определен и размещение пройдет успешно. В этом случае едва ли стоит рассчитывать на ликвидность выпуска на вторичном рынке, тем более с учетом специфики бумаг.

Стратегия долговых рынков на сентябрь – анонс. Наши ожидания сводятся к ухудшению ситуации с ликвидностью, стагнации первичного рынка, росту ставок фондирования и доходностей бумаг; значимость бумаг из Ломбардного списка резко возрастает

Вчера мы опубликовали «Стратегию долговых рынков: сентябрь 2011 г.». Наши ожидания по локальному рынку публичного долга сложно назвать оптимистичными. К сожалению, мы склонны ожидать снижения остатков на корсчетах и депозитах банков в ЦБ РФ к концу месяца до RUB750 млрд (или на 17% мес-к-мес) и схлопывания чистой ликвидной позиции банков вплоть до нуля. В этих условиях ставки МБК к концу месяца могут превысить стоимость депозитов овернайт с ЦБ на 1.0-1.5 п.п., а ставки по междилерскому РЕПО на 1-день способны обогнать минимальную ставку на 1 день по РЕПО с ЦБ (сейчас 5.5%). Напряженная ситуация на рынке и повышенный спрос на ликвидность, демонстрируемый на последних аукционах по предоставлению фондирования под РЕПО в ЦБ РФ заставляет нас ожидать размещения всего порядка 1/3 запланированного объема ОФЗ и дальнейшей стагнации первичного рынка.

Мы считаем, что навес первичного предложения в ОФЗ будет оставаться фактором повышения доходностей госбумаг (в пределах 15-20 бп) и роста спредов в корпоративных бумагах. Пониженная рыночная активность в сентябре сохранится, а спекулянты будут рассматривать для операций максимально ликвидные бумаги. При формировании спекулятивных позиций в рублевых облигациях призываем руководствоваться критерием «ликвидность» и жертвовать критерием «интересная доходность» в случае если первый критерий не выполняется. Таким образом, в сентябре на авансцену вернется уже подзабытый фактор важности Ломбардного списка при покупке облигаций, что, соответственно, может оказать дополнительное давление на котировки облигаций эмитентов с рейтингами «В/В-» или без рейтингов. Потенциально в зоне риска бонды таких заемщиков, как Кокс, ЧТПЗ, Уралэлектромедь и РМК, Башнефть, ТГК-1, Камаз, КуАЗ, Полипласт, Ситроникс, Соллерс, УВЗ, УМПО, Трансаэро, ЮтЭйр, Почта России, НПК-Глобалтранс, Мираторг, Разгуляй, Черкизово, Интурист, Аптеки 3Б и 6, Интурист, Седьмой Континент и даже Магнит. В равной степени это может относиться и к бондам банков категории single-B.

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

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

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

7 сен	Зачисление RUB10 млрд. на депозиты банков (аукцион Минфина от 06.08.11)
7 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB15 млрд.
7 сен	Выплата купонов по ОФЗ на RUB3.6 млрд.
8 сен	Аукцион ОБР-20 на RUB10 млрд. (расчеты на след. день)
14 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB35 млрд.
14 сен	Возврат с депозитов банков RUB9.15 млрд. Минфину

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.00	3.50	3.75	3.35/3.65
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.50/4.00

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.75-4.00	3.50-3.75	3.35-3.65

Ликвидность нормализуется, а с ней и ставки money market; тенденция нисходящей коррекции стоимости фондирования сохраняет актуальность

Уровень запаса свободных средств во вторник претерпел незначительные изменения. Структура остатков на балансах ЦБ вновь сместилась в сторону депозитов ЦБ, которые как инструмент вложений средств приобретают все большую популярность в периоды отсутствия крупных размещений госбумаг. Так, вчера кредитные организации сняли с корсчетов RUB90.4 млрд. (снижение до RUB581.6 млрд.), переложив львиную долю из них на депозиты (+RUB83.1 млрд. до RUB327.1 млрд.). С учетом возврата ЦБ порядка RUB41 млрд., привлеченных накануне посредством РЕПО, чистым итогом расчетов во вторник стал рост чистой ликвидной позиции на RUB36.5 млрд. до RUB264.8 млрд.

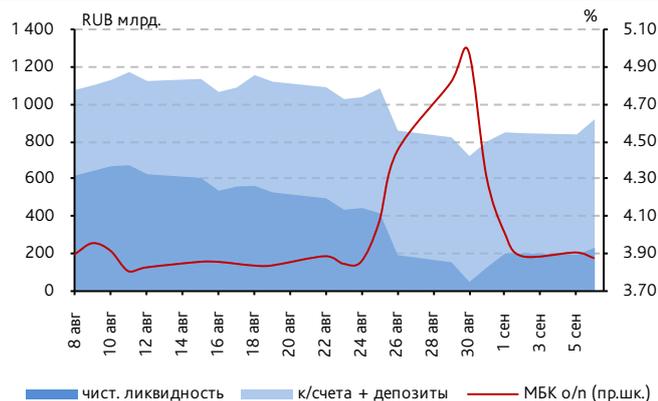
Несмотря на то, что поступление бюджетных средств в начале месяца пока имеет неоднородный характер, ставки денежного рынка продолжают снижаться. Межбанковские кредиты овернайт для банков 1-го круга вчера днем стоили в среднем на 10-15 бп дешевле, чем накануне (3.5-3.75%), а к закрытию ставки и вовсе опустились до 3.35-3.65%, что сопоставимо со стоимостью депозитов овернайт с ЦБ в 3.5%. То же касается и сегмента междилерского РЕПО, где стоимость фондирования под залог ОФЗ вчера снизилась до 4.56% (-6 бп), а под залог облигаций 1-го эшелона – до 4.54% (-8 бп).

В платежную систему сегодня поступят RUB10 млрд. от депозитного аукциона с ЦБ от 06.08.11, а также RUB3.6 млрд. от выплаты купонов по ОФЗ, что в сумме составляет почти RUB14.0 млрд., то есть практически столько же, сколько понадобится сегодня банкам для покупки **ОФЗ 26204** (аукцион на RUB15 млрд.). Оттого какого-либо оттока ликвидности, связанного с этими расчетами, мы не ждем. Поскольку до конца недели из событий, способных негативно сказаться на ликвидности, остается лишь аукцион **ОБР-20** заявленным объемом в RUB10 млрд., а бюджетные средства продолжают прибывать, до конца недели сохранится тенденция восстановления ликвидности, что будет благоприятствовать снижению подросших во время налогов ставок денежного рынка.

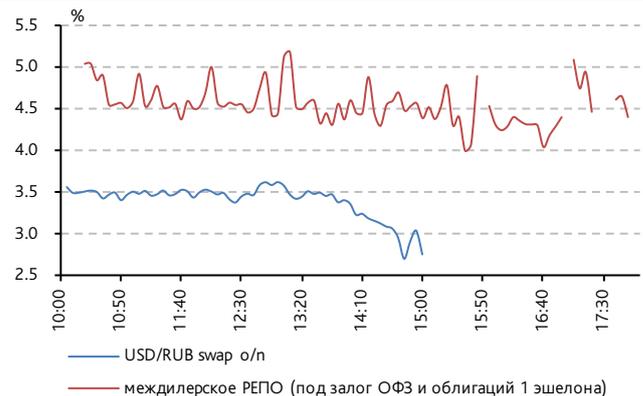
Рубль может отыграть часть потерь благодаря некоторому улучшению внешнего фона и подросшим ценам на нефть

Рубль вчера преимущественно дешевел, опустившись по отношению к бивалютному ориентиру на конец дня до RUB34.99 и потеряв при этом в стоимости 7 копеек. Однако в течение дня рубль падал и того больше – до 35.14 (12:10 МСК), что связано с обострением опасений относительно долговых проблем еврозоны, риском замедления роста экономики США и сопряженного с этим бегства от рискованных активов.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Сегодня наблюдается некоторое улучшение внешнего фона (см. раздел «Глобальные рынки и еврооблигации»), что вкупе с ценами на нефть, которые сегодня на утро остаются высокими после вчерашнего подъема в район USD113.26/баррель, создает предпосылки для умеренного восстановления курса рубля.



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

 Кредитные комментарии

VimpelCom Ltd. опубликовал первую отчетность после консолидации Wind Telecom; долговая нагрузка выросла; в текущей рыночной ситуации к еврооблигациям относимся нейтрально

Сегодня утром VimpelCom Ltd. опубликовал консолидированную отчетность по US GAAP за 1П2011 г., в которую впервые вошли результаты присоединенного в апреле Wind Telecom.

КОММЕНТАРИЙ

С операционной точки зрения первые консолидированные результаты выглядят сильно, в особенности относительно результатов прошлого года: присоединение Wind Telecom позволило увеличить выручку почти в 2 раза, EBITDA выросла на 48%, абонентская база нового VimpelCom Ltd. составила более 190 млн. человек. Однако опубликованный пресс-релиз раскрыл и некоторые очевидные провалы в отдельных сегментах бизнеса:

- Хотя российское направление бизнеса демонстрирует самую высокую динамику, его рентабельность по EBITDA продолжает снижаться. Это говорит о сохраняющейся напряженности на российском рынке. Отметим, что МТС уже смогла исправить эту ситуацию во 2К 2011 г. (см. комментарий ниже).
- Второй по доле в выручке сегмент «Европа и Северная Америка» развивается исключительно как насыщенный рынок, демонстрируя крайне невысокую динамику операционных показателей (+8% по выручке, +2% по EBITDA).
- Первые данные по операционному денежному потоку оказались разочаровывающими: его рост после консолидации Wind Telecom составил всего 22%. VimpelCom Ltd. не раскрывает отдельных статей, которые оказали негативное влияние на динамику OCF, однако, на наш взгляд, ситуация в 3К 2011 г. должна несколько улучшиться в связи с завершением процесса консолидации Wind Telecom, который отвлекает денежные потоки.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ VIMPELCOM LTD.

US GAAP, USD млрд.	1П 2010*	2010	1П 2011	1П11 (pro-forma)
Выручка	4.9	10.5	8.3	8.8
ЕБИТДА	2.3	4.9	3.4	3.6
Чистая прибыль	0.7	1.7	0.8	0.9
Чистый операц. денежный поток	1.8	3.7	2.2	
Капвложения и М&А	0.2	1.4	2.3	1.6
Свободный денежный поток	1.4	2.2	0.9	
Совокупный долг, в т.ч.	6.3	5.7	27.4	
краткосрочный долг	1.5	1.2	1.6	
Денежные средства и эквиваленты	2.4	0.9	3.2	
Активы	21	20	59	
Показатели				
ЕБИТДА margin	47%	47%	41%	41%
ЕБИТДА/проценты, (x)	8.4	9.1	5.6	
Долг/ЕБИТДА**, (x)	1.3	1.1	4.0	
Чистый долг/ЕБИТДА**, (x)	0.8	1.0	3.6	
Долг/Собственный капитал, (x)	0.6	0.5	1.5	

* данные баланса указаны до консолидации Киевстара

** значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев для данных за 2010 г.; аннуализированное значение – для данных за 2011 г.

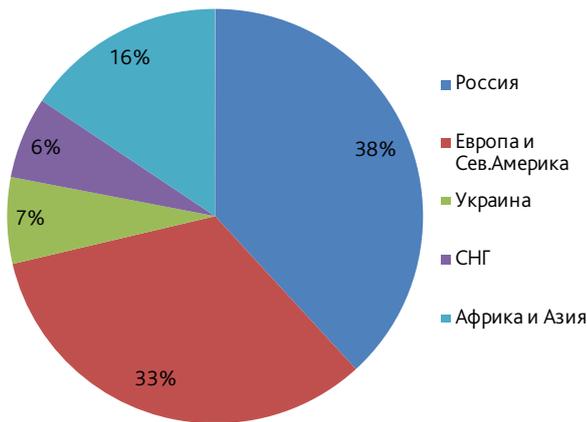
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ситуация с долгом оказалась несколько более серьезной, чем предполагалось ранее: совокупный долг VimpelCom Ltd. на конец 1П 2011 г. составил более USD27 млрд., а процентные выплаты по нему увеличились более чем в 3 раза, составив около 35% от операционного денежного потока. Запас ликвидности на счетах компании остается существенным: более USD3.2 млрд., что позволит относительно безболезненно обслуживать долг и произвести анонсированные дивидендные выплаты.

VimpelCom Ltd. в своем пресс-релизе указал, что планирует выплатить промежуточные дивиденды, которые совокупно составят более USD730 млн. Мы и раньше отмечали, что компания с большой вероятностью сохранит свою приверженность политике щедрых выплат акционерам, однако на фоне столь существенного роста долговой нагрузки кредиторы VimpelCom Ltd. отнесутся к такому жесту негативно.

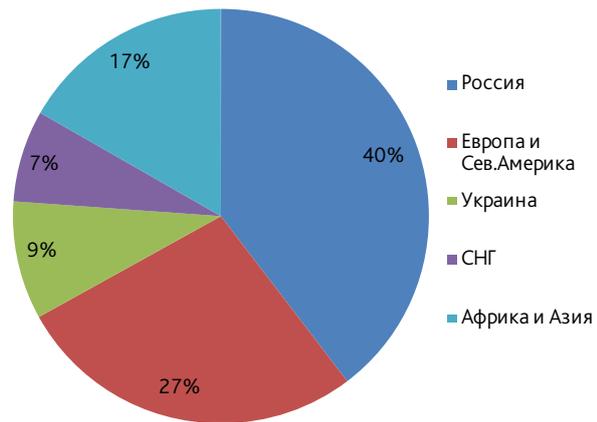
VimpelCom Ltd.	NR
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	8,3
ЕБИТДА margin	41%
Долг/ЕБИТДА	4.0

ДИАГРАММА 1. РАЗБИВКА ВЫРУЧКИ VIMPELCOM LTD. ПО СТРАНАМ ПРИСУТСТВИЯ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. РАЗБИВКА EBITDA VIMPELCOM LTD. ПО СТРАНАМ ПРИСУТСТВИЯ



Источники: данные компании, НБ «Траст»

Еврооблигации ВымпелКома потеряли в цене более 5 пп за последний месяц, и теперь торгуются даже выше кривой Евразы. На наш взгляд, даже с учетом несколько негативного оттенка опубликованной отчетности и существенного роста долговой нагрузки VimpelCom Ltd. такая диспропорция выглядит фундаментально неоправданной. С другой стороны, пока ситуация на международных рынках остается крайне напряженной, сужение спредов евробондов ВымпелКома к суверенной кривой вряд ли возможно.

Рублевые облигации вяло реагируют на новостной фон вокруг компании, сохраняя спред к локальной кривой МТС в размере около 50 бп. Мы нейтрально относимся к этим бумагам и не ожидаем от них опережающей рынок динамики.



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

Отчетность МТС по US GAAP за 1П 2011: рентабельность начала выправляться, долговая нагрузка невелика; сохраняем наше отношение к МТС как к одному из наиболее надежных заемщиков

Вчера один из крупнейших российских операторов сотовой и фиксированной связи – МТС – опубликовал консолидированную отчетность по US GAAP за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

МТС во 2К 2011г. продолжила демонстрировать неплохой рост основных операционных показателей. Выручка, номинированная в долларах, увеличилась за квартал на 7% (+13% за год) и достигла USD6.1 млрд., консолидированная EBITDA, напротив, за год практически не изменилась, но увеличилась на 17% в квартальном выражении.

Основной проблемой МТС, проявившейся в 4К 2010 г., оказалась падающая рентабельность по EBITDA. Так, в 4К 2010 г. она составила всего 39% (на 6 пп меньше предыдущего квартала), а кварталом позднее – и вовсе исторически минимальные для компании 38%. Подобная ситуация была преимущественно связана с усилением конкуренции на российском рынке, чья доля в выручке МТС составляет почти 90%, и ростом затрат на маркетинг. Во 2К 2011г. ситуация, по всей видимости, начала постепенно выправляться: благодаря сезонному фактору, снижению расходов на маркетинг, а также реорганизации Комстара, рентабельность по EBITDA во 2К увеличилась до 42%.

Рост операционных показателей МТС был обеспечен, в том числе, и несколькими локальными M&A сделками, в результате которых абонентская база фиксированного сегмента бизнеса компании одновременно выросла до 10 млн. домохозяйств (около 8 млн. в конце 1П 2010 г.). Совокупно МТС во 2К потратила на три M&A сделки более RUB1.6 млрд.

MTC	Ba2/BB/BV+
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	6.1
EBITDA margin	40%
Долг/EBITDA	1.2

Кроме того, вчера компания объявила о выставлении АФК «Система» оферты на покупку 29% доли в МГТС. В результате этой сделки (мы не сомневаемся, что она будет одобрена комитетом независимых директоров МТС) телекоммуникационная компания заплатит материнской компании около RUB10.6 млрд. денежными средствами, а также консолидирует долг приобретаемой «посреднической компании», на балансе которой и находятся 29% МГТС, в размере RUB10.4 млрд. По нашим оценкам, долговая нагрузка МТС в терминах «Чистый долг/ЕБИТДА» может увеличиться до 1.3-1.4х.

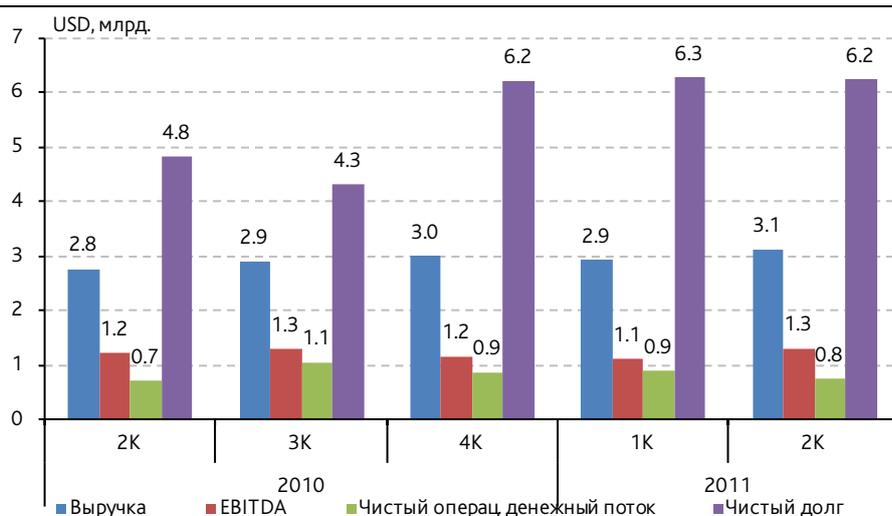
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МТС

US GAAP, USD млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	5.4	11.3	6.1	7%	13%
ЕБИТДА	2.4	4.9	2.4	17%	2%
Чистая прибыль	0.8	1.4	0.8	10%	-8%
Чистый операц. денежный поток	1.7	3.6	1.7	-16%	-1%
Капвложения и М&А	0.6	1.9	0.9	179%	57%
Свободный денежный поток	1.2	1.7	1.0	-51%	-17%
Совокупный долг, в т.ч.	7.3	7.1	7.4	0%	3%
<i>краткосрочный долг</i>	1.7	0.8	0.6	-45%	-64%
Денежные средства и эквиваленты	2.4	0.9	1.2	2%	-50%
Активы	15	14	15	0%	0%
Показатели					
ЕБИТДА margin	44%	43%	40%		
ЕБИТДА/проценты	5.4	6.3	7.4		
Долг/ЕБИТДА*	1.5	1.5	1.2		
Чистый долг/ЕБИТДА*	1.0	1.3	1.0		
Долг/Собственный капитал	1.8	1.7	2.1		

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

На данный момент долговая нагрузка МТС остается очень невысокой, а объем процентных выплат не превышает 20% от чистого операционного потока компании. Кроме того, мы отмечаем очень комфортную структуру кредитного портфеля МТС: более ¾ всего долга приходится на рублевые заимствования, а доля краткосрочного долга не превышает 10%. Даже с учетом потенциального роста долговой нагрузки МТС по итогам 3К 2011 г., который будет вызван финализацией сделки с Системой, мы по-прежнему считаем кредитное качество МТС исключительно крепким. Нециклическость бизнеса, легкий доступ компании на публичный долговой рынок (как локальный, так и на рынок еврооблигаций), а также в целом неагрессивная стратегия, направленная преимущественно на органический рост или мелкие М&А сделки, лишний раз подтверждают наше мнение.

ДИАГРАММА ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МТС



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Длинные еврооблигации МТС оказались среди лидеров курсового падения в августе, потеряв в цене более 5 пп. На наш взгляд, подобная реакция инвесторов выглядит слишком эмоциональной. В частности, сейчас евробонд **MTS 20** предлагает премию к еврооблигациям Алросы, что несправедливо и с точки зрения рейтингов, и с точки зрения формальных кредитных метрик. Однако до уменьшения напряженности на

международных рынках, на наш взгляд, курсовой рост в длинных российских евробондах вряд ли возможен.

Рублевые бумаги МТС предлагают премию к кривой ОФЗ в размере около 100-110 бп, что выглядит справедливо. Для консервативных инвесторов эти бумаги могут быть неплохой альтернативой бумагам первого эшелона, благодаря своей хорошей ликвидности и «включенности» в ломбардный список ЦБ (что в нынешних условиях становится все более весомым фактором для инвесторов).



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

Номос-Банк опубликовал крепкие итоги за 1П 2011 по МСФО: позитивная динамика кредитного портфеля и чистой процентной маржи сохранилась во 2К 2011; нейтрально смотрим на бонды банка

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Номос-Банк опубликовал неаудированную отчетность за 1П 2011 г. по МСФО, а также провел телеконференцию с участниками рынка. Итоги банка за 1П и 2К 2011 г. мы оцениваем умеренно позитивно: активно растет кредитный портфель при стабильном качестве займов и увеличении чистой процентной маржи. Вдобавок, банк сохраняет комфортную позицию ликвидности и уровень обеспеченности капиталом. Выделим наиболее интересные моменты, озвученные в ходе телеконференции:

- Прирост **кредитного портфеля** составит 30% в 2011 г., что нам кажется вполне реализуемым. Так, с начала года объем займов уже увеличился на 14% до RUB404.1 млрд. по итогам 1П 2011 г.
- Стабильное **качество кредитов**: к концу года доля NPLs сохранится в диапазоне 2.0-2.2% (2.1% по итогам 1П 2011 г.). При этом банк не планирует распускать резервы до конца года. Несмотря на консервативный подход банка к риску (стоимость риска составила 0.8% в 1П 2011 г.), обращаем внимание, что доля кредитов отраслям с повышенными операционными рисками по-прежнему высока (в частности, на клиентов в сегменте недвижимости приходится около 20% от кредитного портфеля). В то же время заметим, что доля кредитов связанным компаниям сократилась в портфеле за 1П 2011 г. на 1.9 п.п. до 5.8%.
- **Показатель NIM** прогнозируется на уровне 5.0% по итогам года. Заметим, что с начала года банк нарастил чистую процентную маржу, по нашим оценкам, до 5.1%. Это было достигнуто, в том числе, благодаря росту доли кредитов розничным клиентам и компаниям МСБ (+1.6 п.п. с начала года до 17.8% от кредитного портфеля).
- Менеджмент видит комфортным **уровень достаточности капитала** 1-го уровня в размере 10.5% (12.3% по итогам 1П 2011 г.), учитывая планы по активному расширению бизнеса и по завершению покупки оставшихся акций Ханты-Мансийского Банка. Номос-Банк также не исключает дополнительного вливания средств в капитал в 2012 г. за счет дополнительного размещения акций на бирже. Отметим, что согласно эмиссионным документам к еврооблигациям показатель достаточности капитала Tier 1 не должен опускаться ниже 10.0%.

Мы нейтрально смотрим на еврооблигации банка, которые в текущих условиях торгуются с широкими спредами на покупку-продажу. Рублевые облигации банка также не предполагают интересных торговых идей.

Напомним, что по субординированному выпуску **Nomos 16** предстоит колл-опцион в октябре текущего года. Согласно условиям выпуска, после даты колл-опциона купон будет определен как сумма доходности UST и премии в 650 бп, что предполагает чуть более выгодные для эмитента цены, чем текущая рыночная оценка. Так, относительно ликвидный **Nomos 15** торгуется с УТМ 8.0-7.8%. В то же время, учитывая комфортную позицию ликвидности банка и незначительный объем выпуска (USD125 млн.), не исключено, что банк предпочтет выкупить бумаги.

Номос-Банк	ВаЗ/NR/ВВ
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	404.1
NIM	5.1%
NPLs (+90 дней)	2.1%

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОМОС-БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2010	2010*	1К 11	1П 11
Чистые процентные доходы	14.4	14.4	6.2	12.9
Чистые комиссионные доходы	2.1	2.1	1.1	2.6
Операционные доходы до резервов	21.3	21.3	8.3	18.2
Операционные расходы	-8.0	-8.0	-3.6	-8.4
Отчисления в резервы	-4.1	-4.1	-0.6	-1.6
Чистая прибыль	7.4	7.4	3.2	6.2
Денежные средства	55.3	46.7	54.2	38.4
Ценные бумаги	82.1	54.9	92.0	85.7
Кредитный портфель, гросс	354.9	247.8	371.0	404.1
Резервы	-15.6	-9.3	-15.0	-16.3
Кредитный портфель, нетто	339.3	238.5	355.0	387.8
Средства кредитных организаций	59.8	45.0	91.4	95.7
Средства клиентов, в т.ч. частых клиентов	313.4 118.6	212.1 64.7	314.6 120.6	318.2 125.2
Долговые ценные бумаги размещенные	67.6	41.0	71.1	59.5
Субординированный долг	27.1	24.9	26.3	23.0
Собственный капитал	57.9	36.2	61.3	69.7
Активы	530.2	361.9	569.7	572.2
Показатели				
Доходность собственного капитала (ROAE)	14.8%	25.6%	21.7%	19.4%
Доходность активов (ROAA)	1.8%	2.8%	2.4%	2.2%
Расходы/Доходы	37.6%	37.6%	43.9%	46.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	3.9%	4.9%	5.0%	5.1%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	2.4%	2.1%	2.4%	2.1%
Резервы/NPLs (x)	1.8	1.8	1.7	1.9
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	10.6%	н.д.	11.2%	12.3%
Достаточность капитала (TCAR)	15.6%	н.д.	15.9%	16.3%

* без учета показателей Ханты-Мансийского банка
Источник: данные банка, НБ «Траст»



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
31 авг	ТрансФин-М-13бо	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-12бо	0.5	8.50%	3	8.68%
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-3бо	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-1бо	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-1бо	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-1бо	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-6бо	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-4бо	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-5бо	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-2бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-1бо	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-7бо	5.0	7.25%	3	7.38%
21 июл	Комос Групп-1бо	1.5	11.00%	3	11.30%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
20 сен	ВЭБ-лизинг-6	10.0	н.д.	3*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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%	9.50%	2
22 сен	ГС Сухого	5.0	9.25%	н.д.	6
22 сен	ПЭБ Лизинг-3	0.5	14.00%	12.00%	3
22 сен	Русский Межд.Банк-3	1.1	10.75%	н.д.	2
22 сен	СеверСталь-1бо	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%	10.50%	2*
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*
8 окт	ИнвестТоргБанк-4	1.5	9.50%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
6 окт	ФСК ЕЭС-04	6.0
10 окт	Газпромбанк-3	10.0
11 окт	Красноярск-11	0.0
12 окт	ХКФ Банк-4	3.0
18 окт	МДМ Банк-05	3.0

* 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	MetallInvest 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 рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@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 ценному 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.