

## Навигатор долгового рынка

### Глобальные рынки и еврооблигации

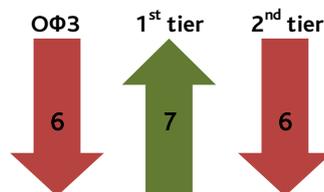
- Речь **Б. Бернанке** не отличалась от выступления в Джексон-Хоул, **Б. Обама** озвучил предложения по поддержке рынка труда, инфраструктуры, рефинансирования ипотеки – все это не поддержало рынки
- ЕЦБ** оставил ставку без изменений, снизил прогноз по росту ВВП; пара EUR/USD ушла ниже 1.40 на комментариях **Трише**; ждем сохранения ставки на уровне 1.5% до конца года
- Итоги торгов по еврооблигациям:** отсутствие негативных сигналов извне обеспечило сохранение положительной динамики
- Открытие торгов по еврооблигациям:** невнятный внешний фон приведет к нейтральному открытию торгов



Изменение цены за день (бп)

### Рублевые облигации и денежный рынок

- Продолжение покупок в **ОФЗ 26204** после удачного аукциона в среду, высокая активность в среднем сегменте рублевой суверенной кривой без сильных ценовых движений; формирование длинных позиций в ОФЗ сейчас считаем преждевременным
- Приток ликвидности** взял временную паузу; ставки **money market** остаются приемлемыми
- Перспектива сохранения **профицитного бюджета** сулит удорожание фондирования под конец сентября

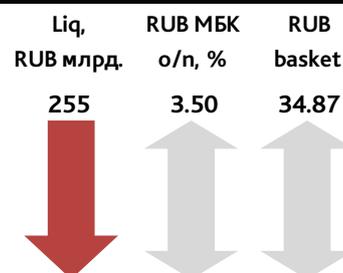


Изменение цены за день (бп)

### Кредитные комментарии

- Башнефть** раскрыла отчетность по МСФО за 1П 2011: добыча увеличивается уверенными темпами; долговая нагрузка пока невелика, но она будет расти; к облигациям относимся нейтрально, так как их спред к кривой Лукойла очень мал
- Альфа-Банк** провел телеконференцию с участниками рынка, озвучив прогнозы по динамике показателей на 2011; на наш взгляд, исполнение колл-опциона по евробондам в 2012 маловероятно; не исключены новые рублевые бонды до конца года
- Нейтральные итоги **АИЖК** за 1П 2011: облигации могут быть интересны в качестве альтернативы государственным выпускам; ждем нового предложения бондов до конца года
- Локо-Банк** опубликовал неплохие результаты за 1П 2011; рост процентной маржи и сохранение умеренного уровня NPL; короткий рублевый бонд представляет интерес как инвестиция до погашения: YTP выше 9.0% на полгода – неплохой уровень для ломбардной бумаги
- В капитал **ЧТПЗ** может войти иностранный стратегический инвестор; долговая нагрузка может снизиться, а уровень корпоративного управления улучшиться; к бондам относимся нейтрально

### Индикаторы FX/ММ



Значения на конец дня

### Российская макроэкономика

- Международные резервы** выросли благодаря золоту и ценным бумагам; участие ЦБ на валютном рынке не прослеживается

### Макроцифра

USD543.4 млрд. – международные резервы РФ

### Последние обзоры

8 сентября VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС

8 сентября ЦБ Швейцарии хочет видеть франк слабым. Рынки могут не согласиться

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

### Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

**Глобальные рынки и еврооблигации**

**Статистика и события**

9 сен Встреча министров финансов и глав ЦБ стран G7 в Марселе, Франция  
 19:00 Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.75-3.5 млрд.

**Ключевые индикаторы**

EMBI+ spread	▲	258	+2
UST10	◄►	2.02	0
Russia 30 - UST 10	▼	202	-1
EUR/USD	▼	1.3881	-1.5%
Oil (Brent)	▼	114.8	-0.8%
VIX	▲	34.32	+0.94

**Речь Б. Бернанке не отличалась от выступления в Джексон-Хоул, Б. Обама озвучил предложения по поддержке рынка труда, инфраструктуры, рефинансирования ипотеки – все это не поддержало рынки**

Каких-либо существенных надежд на вчерашние выступления главы ФРС и президента США мы не возлагали. Б. Бернанке, выступая перед Экономическим клубом Миннесоты, продублировал свою речь в Джексон-Хоул (26.08.2011), дополнив ее нотками опубликованного несколько дней спустя протокола заседания ФРС 9 августа. Ключевая мысль, которую мы вынесли и тогда, и сейчас, осталась неизменной: ФРС готова стимулировать экономику для обеспечения ее устойчивого роста.

Вместе с тем определенности по поводу инструментов следующего этапа смягчения по-прежнему нет, и, как мы думаем, до обнародования итогов заседания «Комитета по операциям на открытом рынке» 20-21 августа она не появятся. Исходя из информационного потока от ФРС с конца августа, QE3 может быть реализовано в двух формах, имеющих противоположное влияние на аппетит к риску. Первый сценарий – ФРС продолжит выкупать UST, удлинив дюрацию выкупаемых выпусков, что приведет к продолжению расширения ее баланса. Второй – выкуп с рынка длинных UST будет осуществляться с одновременной продажей более коротких госбумаг, что сохранит размер баланса ФРС в целом неизменным. Несложно догадаться, что во втором сценарии рынки не получат дополнительной ликвидности для нового витка разгона в рискованных активах (акции, commodities, валюты против доллара).

В своем вчерашнем выступлении Б. Бернанке обратил внимание на риски «чрезмерного затягивания поясов», инициируемого правительством США, для экономического роста. И в этой связи выступление в Конгрессе Б. Обамы в 03:00 МСК выглядело обнадеживающе, с оговоркой, что озвученные им предложения по поддержке еще нужно оплатить, и это при курсе американского правительства на сокращение расходов и постоянные обвинения нынешней администрации со стороны республиканской оппозиции в излишних тратах. Президент предложил пакет поддержки рынка труда в объеме около USD450 млрд., инвестиции в инфраструктуру в размере USD50 млрд., а также внес ряд других инициатив. Примечательно и намерение властей расширить рефинансирование ипотечных кредитов, к которому многие заемщики не имеют доступа по причине недобросовестного обслуживания кредитов.

На все это рынки отреагировали без оптимизма. Из ключевых активов после выступления президента были робкие покупки в нефти (Brent), которые сошли на нет с отрицательным открытием азиатских рынков акций. Выраженных движений в валюте и UST выступление Б. Обамы также не принесло. Мы сохраняем озвученный нами ранее взгляд на сентябрь: вплоть до итогов заседания ФРС (состоится 20-21 сентября) мы не ожидаем роста в рискованных активах.

**ЕЦБ оставил ставку без изменений, снизил прогноз по росту ВВП; пара EUR/USD ушла ниже 1.40 на комментариях Трише; ждем сохранения ставки на уровне 1.5% до конца года**

Главным итогом вчерашнего дня для европейской экономики стали сигналы от ЕЦБ о том, что цикл повышения ставок, начавшийся в апреле текущего года, завершен. Регулятор сохранил ключевую ставку на уровне 1.5%, и, судя по сделанным в ходе традиционной пресс-конференции заявлениям главы ЕЦБ Ж.-К. Трише, резко возросшие экономические риски и снизившаяся угроза инфляции вряд ли позволят регулятору пойти на повышение ставки в обозримом будущем. Собственно, принятое в четверг ЕЦБ решение полностью укладывается в наш прогноз, предоставленный в «Стратегия-2011. В надежде на устойчивость», где мы делали прогноз на рост ставки до 1.5% к концу года за счет двух повышений по 25 бп (состоялись в апреле и июле).

Увеличившаяся нестабильность в экономике также вынудила ЕЦБ пересмотреть свои прогнозы. Теперь регулятор ждет роста ВВП еврозоны в 2011 г. лишь на 1.4-1.8% (против 2.5-2.7% согласно июньскому прогнозу), а в 2012 г. – на 1.2-2.2% (1.1-2.3%). Прогноз по инфляции на текущий год оставлен без изменений – на уровне 2.5-2.7%.

Комментируя ситуацию с ликвидностью в еврозоне, Трише отметил ее сохранение на комфортных уровнях, хотя признал некоторое ужесточение условий на финансовых рынках. Новых мер по стимулированию ликвидности регулятор пока решил не предпринимать, однако, с нашей точки зрения, в случае дальнейшего ухудшения ситуации на рынках, ЕЦБ пойдет именно на этот шаг, нежели решится на снижение ставки.

Глава регулятора в очередной раз призвал правительства стран еврозоны к скорейшему принятию экономических реформ, сделав акцент на реформах рынка труда. Примечательно также заявление Трише о том, что первопричиной, фактически вынудившей ЕЦБ начать выкуп госбумаг «периферии», было разведение норм «Пакта стабильности и роста» со стороны стран-основательниц экономического и валютного союза – Германии, Франции и Италии.

Основная реакция на заявления Трише наблюдалась на валютном рынке. Пара EUR/USD за первые полчаса после начала пресс-конференции в 16:30 МСК опустилась с 1.4041 до 1.3984, пробив тем самым отметку 1.40. Четверг евро завершил на уровне 1.3882 по отношению к доллару, а в пятницу с утра пара скорректировалась немного вверх – до 1.3907. На долговом рынке изменения были незначительными: доходности 10-летних бумаг Греции, Италии и Испании подросли менее чем на 5 бп. Германские 10-летние Bunds, напротив, снизились в доходности на 3 бп – до 1.87%. В то же время 5-летний CDS Греции вырос на 200 бп до 3025 бп, установив новый рекорд.

### Итоги торгов по еврооблигациям: отсутствие негативных сигналов извне обеспечило сохранение положительной динамики

Российские евробонды в четверг продолжили увеличиваться в цене благодаря отсутствию негатива со стороны внешних рынков, однако рост котировок был уже менее заметным. Тем не менее торговые обороты по-прежнему находятся на пониженных уровнях (почти вдвое меньших среднего за год значения).

Из нефтегазовых компаний можно отметить длинные евробонды Газпрома, прибавившие около 1 п.п., а среди бумаг второго эшелона традиционно выделялся Вымпелком, котировки на дальнем конце кривой которого подросли на 10-20 бп. Рост стоимости на 20-30 бп был также отмечен в евробондах Евраз и Металлоинвеста. Банковский сектор смотрелся относительно неплохо: котировки длинных бумаг ВТБ поднялись на 30-50 бп, Сбербанка – на 10-30 бп.

В суверенном сегменте, несмотря на наличие сделок практически по всем бумагам, мы наблюдали небольшое расширение bid/ask спреда. Котировки индикативного выпуска **Russia 30** поднялись на 10 бп до 119.9% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** колебался в течение дня в пределах 202-206 бп и в итоге завершил четверг на нижней границе указанного диапазона, практически без изменений к предыдущему закрытию.

### Открытие торгов по еврооблигациям: невнятный внешний фон приведет к нейтральному открытию торгов

Внешний фон завершающей рабочую неделю пятницы представляется нам смешанным. Закрытие американских бирж в красной зоне не позволило сохранить нейтральную динамику на азиатских площадках (**Nikkei 225** падает на 0.3%). Движения по фьючерсу на S&P 500 минимальны – показатель прибавляет менее 0.1%. В то же время такой важный для российских активов показатель как стоимость барреля нефти Brent снизился до USD114.7 против USD116 на закрытии основных торгов в РФ накануне. Таким образом, в целом конструктивные предложения президента США Б. Обамы по восстановлению рынка труда не наши положительного отклика на рынках.

Мы полагаем, что открытие российского рынка еврооблигаций пройдет нейтрально. Важных статистических публикаций на сегодня не намечено. Тем не менее рынки в пятницу могут обратить внимание на Европу. Так, сегодня истекает срок, предоставленный Афинами банкам и страховым компаниям для принятия решения о форме участия во втором bailout Греции. Кроме того, в Марселе начнется двухдневное совещание министров финансов и глав Центробанков стран G7.

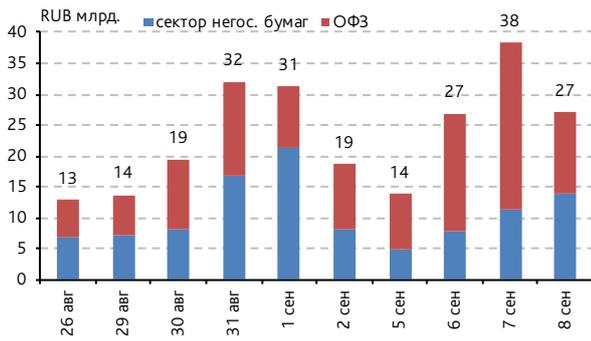
Роман Дзугаев  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

Алексей Тодоров  
+7 495 647-23-62  
[aleksey.todorov@trust.ru](mailto: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	10.8%
от 1 до 1.5 лет	8.6%
от 1.5 до 2 лет	1.4%
от 2 до 3 лет	19.3%
от 3 до 5 лет	35.2%
> 5 лет	24.7%

*распределение совокупного оборота торгов по дюрации*

**Доходности**

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.43%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.26%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	7.98%	6.5
Банки	7.62%	1.5
Корп 1 эшелон	7.13%	2.5
Корп 2 эшелон	7.82%	2.0

**Продолжение покупок в ОФЗ 26204 после удачного аукциона в среду, высокая активность в среднем сегменте рублевой суверенной кривой без сильных ценовых движений; формирование длинных позиций в ОФЗ сейчас считаем преждевременным**

После успешного аукциона в **ОФЗ 26204** в среду покупки вчера в 7-летнем выпуске продолжились – рост цены составил 20 бп (YTM 7.90%). Рыночная активность традиционно преобладала в ОФЗ средней дюрации, однако существенных ценовых изменений здесь не было: **ОФЗ 25079** подешевел на 5 бп (YTM 7.18%), **ОФЗ 25077** вырос на 1 бп (YTM 7.42%). В первом эшелоне при умеренной ликвидности продолжились покупки в длинном **ФСК ЕЭС-19** (+30 бп в цене, YTW 8.19%), во втором – наиболее ликвидный рынок сложился в продававшихся коротких выпусках **АФК Система-2** (-20 бп по цене, YTW 6.92%) и **Мечел-04** (-17 бп, YTW 7.30%).

Несмотря на рост в ОФЗ в последние пару дней, ставший следствием успешного доразмещения **ОФЗ 26204** и отсутствием выраженных ухудшений глобальной конъюнктуры, мы не считаем нынешний момент удачным для входа в рынок. Мы не исключаем, что рост в госбумагах на вторичном рынке продолжится вплоть до начала налогового периода, однако выраженного отношения к рискам со стороны участников рынка и понятного тренда на рублевом рынке мы не увидим вплоть до итогов заседания ФРС 20-21 сентября.

Прохождение сентябрьского налогового периода опять обещает быть нелегким (см. «Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011 г.»), а это вновь чревато снижением оборотов на рынке и дополнительной волатильностью. К тому же в среду предстоит аукцион 10-летнего **ОФЗ 26205** (RUB35 млрд.), которому с учетом практически отсутствующих оборотов по выпуску на вторичном рынке с августа повторить успех последнего доразмещения **ОФЗ 26204** не суждено. А в случае неудачного размещения это может негативно сказаться на средних и длинных ОФЗ на вторичном рынке. Подводя итоги вышесказанному, до прояснения позиции ФРС в части форм реализации QE3 формирование длинных позиций в ОФЗ считаем преждевременным.



**Роман Дзугаев**  
+7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

## Денежный рынок

### События денежного рынка

14 сен	Аукцион ОФЗ 26204 на RUB35 млрд.
14 сен	Возврат с депозитов банков RUB9.15 млрд. Минфину
14 сен	Заседание совета директоров ЦБ по ставкам
15 сен	Аукцион ОБР-21 на RUB500 млрд. (расчеты на след. день)
15 сен	Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды
15 сен	Зачисление купона по ОФЗ 25076 на RUB4.3 млрд.

### RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.65/3.85	3.60	3.75	3.40/3.60
2-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.50/4.00

### Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
3.65-3.85	3.60-3.75	3.40-3.60

### Приток ликвидности взял временную паузу; ставки money market остаются приемлемыми

Ввиду неоднородности притока средств от расходов бюджета, вчера приток ликвидности сменился небольшим оттоком. Основная часть средств была выведена с корсчетов, которые по состоянию на сегодняшнее утро снизились на RUB25.8 млрд. (до RUB538.7 млрд.), в то время как депозиты потеряли символический RUB1.0 млрд. (снижение до RUB64.5 млрд.). По итогам всех расчетов чистая ликвидная позиция снизилась до RUB254.6 млрд.

Поскольку вчерашнее сокращение ликвидности имеет временный характер, ставки денежного рынка остаются приемлемыми. МБК овернайт для банков 1-го круга днем стоят 3.6-3.75%, а к вечеру ставки по ним опускаются в район 3.4-3.6%, что лишь немногим превышает ставку по депозитам овернайт с ЦБ. Умеренная нисходящая коррекция продолжается в сегменте междилерского РЕПО, где ставки под залог ОФЗ упали до 4.43% (-8 бп), а под залог облигаций 1-го эшелона – до 4.39% (-6 бп).

### Перспектива сохранения профицитного бюджета сулит удорожание фондирования под конец сентября

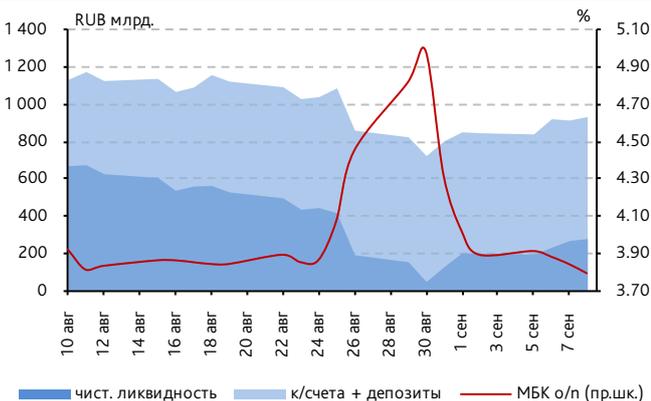
С начала месяца нетто-приток ликвидности в банковскую систему составил порядка RUB210 млрд., что лишь немногим меньше, чем за аналогичный период предшествующего месяца (RUB250 млрд.), а это послужит хорошей поддержкой денежному рынку в свете приближающихся налоговых дат (начало налогового периода с уплаты страховых взносов 15 сентября). Между тем превышение доходов над расходами бюджета, которое, вопреки ожиданиям, не уменьшается, продолжит оказывать стерилизационный эффект на ликвидность, увеличивая вероятность очередного всплеска ставок в конце месяца.

С высокой долей вероятности в случае своевременного расширения предоставления ликвидности Минфином по депозитным аукционам в налоговые даты в конце сентября можно избежать обращения банков за финансированием в ЦБ. Однако с завершением покупок валюты ЦБ, ситуация с ликвидностью в ближайшей перспективе видится не столь благополучной, как можно было предполагать ранее. Озвученные министром финансов Алексеем Кудриным перспективы выхода на сбалансированный бюджет уже в этом году вместо прогнозируемого ранее дефицита в 1% ВВП (1.3% ВВП согласно официальному прогнозу) означают, что нарастание бюджетных расходов в ноябре-декабре 2011 г. не приведет к столь сильному всплеску ликвидности, как в 2010 г.

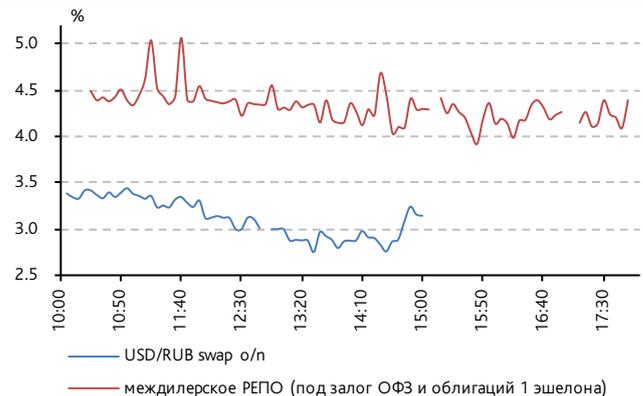


Мария Помельникова  
+7 495 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

### Ликвидность



### Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



**Кредитные комментарии**

**Башнефть раскрыла отчетность по МСФО за 1П 2011: добыча увеличивается уверенными темпами; долговая нагрузка пока невелика, но она будет расти; к облигациям относимся нейтрально, так как их спред к кривой Лукойла очень мал**

Вчера подконтрольная АФК «Система» нефтяная компания «Башнефть» опубликовала пресс-релиз, в котором раскрыла цифры консолидированной отчетности по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

На операционные показатели Башнефти во 2К 2011 г. позитивное влияние оказала деконсолидация Башкирэнерго – существенно менее рентабельного бизнеса. Результаты 1П 2011 г. отражают исключительно нефтяной бизнес компании, поэтому и динамика основных операционных показателей менялась вслед за ценами на нефть и нефтепродукты. Выручка Башнефти за год увеличилась почти на 50%, достигнув уровня USD8.0 млрд., EBITDA продемонстрировала более скромный рост – около 40%. Компания продолжает демонстрировать отличные результаты в сегменте добычи, постепенно приближаясь к намеченному плану – чуть более 42 тыс. тонн/сутки.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ДОБЫЧИ НЕФТИ БАШНЕФТЬЮ



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Из-за того, что Башнефть закупает значительные объемы нефти для собственных перерабатывающих заводов (около 3 млн. тонн за полугодие), рост цен на сырье негативно сказался на себестоимости. Более высокие пошлины также оказали давление на рентабельность бизнеса компании. В результате рентабельность по EBITDA в 1П 2011 г. составила 21%.

Ситуация с долгом остается стабильной: за 1П 2011 г. объем совокупного долга увеличился на USD300 млн. и составил чуть менее USD4.2 млрд. Благодаря росту операционных показателей долговая нагрузка в терминах «Долг/EBITDA» снизилась до 1.4х.

Основным риском для кредиторов Башнефти остается планируемая инвестпрограмма на разработку месторождения им. Требса и Титова, затраты на которую для компании оцениваются в USD4.0-4.5 млрд. Собственных денежных средств для реализации этого проекта компании будет явно недостаточно, поэтому очевидно, что Башнефть будет занимать, в том числе и на публичном долговом рынке. Стоит также помнить, что компания является одним из источников крупных дивидендных выплат для своей материнской компании – АФК «Система»: в 2010 г. Башнефть выплатила более RUB48 млрд., что даже выше чистой прибыли по МСФО. Статус cash cow для Башнефти в некоторой мере выступает недостатком при оценке кредитного качества эмитента.

Башнефть	NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	8.0
EBITDA margin	21%
Долг/EBITDA	1.4

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАШНЕФТИ

МСФО, USD млрд.	1П 10*	2010*	1П 11	2К11/1К10	1П11/1П10
Выручка	5.4	13.3	8.0	-6%	48%
Нефть	0.9	2.0	1.6	11%	72%
Нефтепродукты	4.4	9.3	6.2	36%	43%
ЕБИТДА	1.2	2.5	1.7	-3%	40%
Чистая прибыль	0.7	1.5	1.0	34%	51%
Чистый операц. денежный поток	0.1	1.4	0.6	139%	380%
Капвложения и М&А	0.1	1.2	0.4	15%	225%
Свободный денежный поток	0.0	0.9	0.2	>500%	>500%
Совокупный долг, в т.ч.	2.2	3.9	4.2	1%	94%
Краткосрочный долг		0.8	0.8	1%	
Денежные средства и эквиваленты	0.6	1.1	1.0	14%	79%
Активы		15	15	-7%	
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	19%	19%	21%		
ЕБИТДА/проценты (х)	9.9	7.6	7.1		
Долг/ЕБИТДА** (х)	1.0	1.6	1.4		
Чистый долг/ЕБИТДА** (х)	0.8	1.1	1.1		
Долг/Собственный капитал (х)		0.5	0.6		

\* данные баланса за 1П 2010 г. и 2010 г., а также данные отчета о прибылях и убытках за 2010 г. с учетом результатов Башкирэнерго, деконсолидированного во 2К 2011 г.

\*\* значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Сейчас у компании зарегистрировано 6 выпусков облигаций совокупным объемом RUB50 млрд., поэтому можно ожидать выхода Башнефти на публичный рынок уже до конца текущего года. Обращающиеся рублевые облигации Башнефти предлагают премию к кривой Лукойла на уровне 40-50 бп, что, на наш взгляд, не соответствует кредитным рискам компании: у Башнефти нет кредитных рейтингов, ее бонды не входят в ломбардный список ЦБ, а долговая нагрузка компании в ближайшие годы будет только расти.



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

**Альфа-Банк провел телеконференцию с участниками рынка, озвучив прогнозы по динамике показателей на 2011; на наш взгляд, исполнение колл-опциона по евробондам в 2012 маловероятно; не исключены новые рублевые бонды до конца года**

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Альфа-Банк провел телеконференцию с участниками рынка, посвященную финансовым результатам за 1П 2011 г. по МСФО (подробнее см. «Навигатор долгового рынка» от 08.09.2011). В ходе телеконференции менеджмент более детально раскрыл некоторые детали отчетности, а также озвучил прогноз на 2011 г. Остановимся на наиболее интересных моментах:

- **Валютная переоценка.** Убыток в размере USD125 млн. от операций с валютой был получен преимущественно из-за валютной переоценки (-USD220 млн. за период). Представители банка объясняют подобный результат необходимостью учета изменения курса валют: поскольку основная деятельность осуществляется в рублях (60-70% баланса), а отчетность публикуется в долларах, то возникает лаг при переоценке балансовых статей и показателей P&L. Этот лаг компенсируется активным применением инструментов денежного рынка для хеджирования валютного риска и, соответственно, фиксацией финансового результата в отчете о прибылях и убытках.
- **Динамика реструктурированных кредитов.** По словам менеджмента, величина реструктурированных кредитов снизилась относительно кредитного портфеля на 2-3 п.п. за 1П 2011 г., согласно внутренним стандартам учета. По ожиданиям представителей банка, доля реструктурированных кредитов в портфеле по итогам 2011 г. по МСФО снизится по сравнению с уровнем 2010 г. в 5.7%.

Альфа-Банк	Ва1/ВВ-/В-
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, USD млрд.	21.4
NIM	5.1%
NPLs (+1 день)	4.7%

- **Уровень достаточности капитала.** Показатели Tier 1 и TCAR несколько снизились за 1П 2011 г. до 12.4% и 17.6% соответственно ввиду активного роста работающих активов. По итогам всего 2011 г. банк ожидает увидеть совокупный уровень достаточности капитала в диапазоне 16-18%.
- **Прогнозы по темпам роста кредитного портфеля на 2011 г.** Прирост корпоративного кредитного портфеля по итогам года составит ориентировочно 20-25%, а розничного – 25-30%, что соответствует нашему представлению о темпах роста кредитования в 2011 г. для всей банковской системы. Заметим, что при составлении своих прогнозов банк исходит из представления о курсе RUB29-30 за USD1. Иными словами, эффект от изменения разницы валюты на показатели роста будет менее очевиден, чем в 1П 2011 г.
- **Улучшение операционной эффективности.** Показатель «Расходы/Доходы» по прогнозам менеджмента составит менее 50% в 2011 г. Напомним, что за 1П 2011 г. данный коэффициент вырос более чем на 10 п.п. до 54.9%, что существенно превышает показатели конкурентов.
- **Планы по публичным заимствованиям.** Банк не исключает, что обратится к внутреннему рынку долга до конца 2011 г., в зависимости от рыночной конъюнктуры. Напомним, что на данный момент у Альфа-Банка зарегистрировано порядка RUB15 млрд. рублевых облигаций.
- **Исполнение кол-опциона в 2012 г. по выпуску AlfaBk 17.** Решение по данному вопросу еще не было принято, тем не менее при рассмотрении данной опции банк будет исходить, в первую очередь, из экономической целесообразности, а также из оценки репутационных рисков. Напомним, что после даты колл-опциона купон по выпуску привязан к доходности **UST 5Y** (+премия 546 бп), которая на данный момент находится на минимальных уровнях. Исходя из текущих рыночных условий, стоимость обслуживания еврооблигаций практически на 1 п.п. ниже кривой старших выпусков. Поэтому, на наш взгляд, вероятность исполнения права на досрочный выкуп **AlfaBk 17** низка.



Юлия Сафарбакова  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

**Нейтральные итоги АИЖК за 1П 2011: облигации могут быть интересны в качестве альтернативы государственным выпускам; ждем нового предложения бондов до конца года**

**КОММЕНТАРИЙ**

АИЖК опубликовало отчетность за 1П 2011 г. по МСФО. Финансовые результаты агентства за этот период мы оцениваем нейтрально. Также состоялась телеконференция с участниками рынка, в ходе которой представители компании озвучили свои ожидания по развитию рынка ипотечного кредитования:

- Объем выданных ипотечных кредитов в 2011 г. составит RUB580-640 млрд., приблизившись к докризисному уровню (RUB655 млрд. в 2008 г.). При этом за 1П 2011 г. выдано уже RUB268.6 млрд. жилищных кредитов;
- Ставки на жилищные кредиты в рублях в 2011 г. стабилизируются на уровне 11.8-12.5 в рублях и 9-11% в валюте;
- Стабильная динамика цен на жилье при темпах роста, меньших инфляции. Так, прирост в 1П 2011 г. составил 5.0% против инфляции в 9.0%.

В 1П 2011 г. объем закладных АИЖК продолжил расти (+7.2% до RUB147.7 млрд.) при стабильном качестве портфеля закладных (доля NPLs свыше 90 дней снизилась на 0.4 п.п. до 8.6%). Более медленные темпы прироста объема закладных относительно динамики рынка ипотечного кредитования представители компании объясняют меньшей необходимостью банков в рефинансировании кредитов. По их оценке, объем выкупа компанией ипотечных кредитов с рынка стабилен и составляет около 8% от всех выданных жилищных займов за 1П 2011 г.

Чистая процентная маржа АИЖК, по нашим оценкам, снизилась в 1П 2011 г. на 1.2 п.п. до 5.9%. Данная тенденция соответствует ожиданиям руководства компании ввиду снижения стоимости ипотечных кредитов и проводимой АИЖК политики по повышению доступности ипотечных кредитов населению. По всей видимости,

АИЖК	Baa1/BBB/NR
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Закладные, RUB млрд.	147.7
NIM	5.9%
NPLs (+90 дней)	2.1%

негативная динамика NIM продолжится и во 2П 2011 г.: с 01 августа текущего года АИЖК были снижены процентные ставки по ряду продуктов на 2-3 п.п.

Агентство не исключает выпуска долговых инструментов до конца 2011 г. Впрочем, заметим, что у АИЖК нет острой потребности в дополнительных средствах, принимая во внимание существенный объем ликвидности на балансе и отсутствие крупных выплат по публичному долгу до конца 2011 г.

Напомним, что на данный момент у АИЖК зарегистрировано порядка RUB44 млрд. облигаций с государственной гарантией по номинальной стоимости бумаг. Вдобавок, в 4К 2011 г. АИЖК планирует разместить 3 выпуска бондов с ипотечным покрытием на сумму RUB3.8 млрд. Рыночное размещение первого старшего выпуска ИА **АИЖК 2011-2** в рамках июльской эмиссии в 2011 г. планируется также осуществить до конца текущего года.

На данный момент наиболее ликвидные бумаги АИЖК торгуются с премией около 50 бп к кривой ОФЗ (в частности **АИЖК-07,09,10**), что может представлять интерес для инвесторов в качестве альтернативы государственным бумагам. Обращающиеся бумаги с ипотечным покрытием неликвидны.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АИЖК

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	3.8	12.2	12.9	6.1
Операционные расходы	-1.1	-1.4	-2.2	-1.1
Отчисления в резервы	-2.2	-5.2	1.5	-0.2
Чистая прибыль	-0.1	3.8	7.3	3.4
Денежные средства и эквиваленты	8.1	15.0	9.5	12.1
Средства в банках	46.4	49.8	44.2	48.2
Ценные бумаги	0.0	3.4	4.8	4.9
Кредиты банкам	0.0	0.0	3.3	4.3
Стабилизационные займы	0.0	0.8	2.5	2.5
Закладные, gross	79.5	99.2	137.7	147.7
Резервы	-2.9	-7.6	-5.8	-5.9
Средства кредитных организаций	8.2	2.6	2.1	1.0
Долговые ценные бумаги размещенные	44.6	59.2	84.1	100.9
Прочие заемные средства	0.0	0.0	2.8	2.8
Собственный капитал	76.2	100.0	106.9	110.3
Активы	132.1	162.2	197.5	216.1
<b>Показатели</b>				
Расходы/Доходы	36.6%	12.8%	21.3%	21.1%
Чистая процентная маржа (NIM)	3.8%	8.1%	7.1%	5.9%
Доля просроченных зкладных (свыше 90 дней)	6.1%	10.5%	9.0%	8.6%
Резервы/Просроченные зкладные (x)	0.6	0.7	0.5	0.5
Капитал/Активы	57.7%	61.6%	54.1%	51.0%

Источник: данные компании, НБ «Траст»



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

**Локо-Банк опубликовал неплохие результаты за 1П 2011; рост процентной маржи и сохранение умеренного уровня NPL; короткий рублевый бонд представляет интерес как инвестиция до погашения: УТР выше 9.0% на полгода – неплохой уровень для ломбардной бумаги**

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Локо-Банк опубликовал отчетность за 1П 2011 г. по МСФО, которую мы оцениваем умеренно позитивно. Банк сумел нарастить чистую процентную маржу на фоне активного роста кредитного портфеля при сохранении комфортной ликвидной позиции и обеспеченности капиталом.

Рост кредитного портфеля за 1П 2011 г. составил 7.5% (до RUB37.0 млрд.) при сохранении высокого качества кредитного портфеля для отрасли (доля NPLs составила 2.5%) и комфортного уровня покрытия проблемных кредитов резервами (1.6x). Также банк активно инвестировал в ценные бумаги (портфель вырос практически на треть до RUB11.1 млрд.)

Локо-Банк	B2/NR/B+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	37.0
NIM	4.7%
NPLs (+30 дней)	2.5%

Рост объема работающих активов на балансе был отчасти профинансирован за счет сокращения денежных средств и эквивалентов (более чем вдвое до RUB3.5 млрд.). Это в свою очередь позволило нарастить чистую процентную маржу – по нашим оценкам, на 0.6 п.п. до 4.7%. В то же время банк сохранил комфортную позицию ликвидности: объем ликвидных средств в совокупности с денежными потоками от кредитного портфеля успешно покрывают необходимые выплаты по обязательствам даже на диапазоне до года.

Тем не менее, объем фондирования за счет сделок РЕПО увеличился практически вдвое за 1П 2011 г. до RUB4.5 млрд., или 10% от заемных средств, а рост заложенных по данным сделкам бумаг стал основным драйвером увеличения портфеля ценных бумаг. Слабым моментом кредитного профиля, на наш взгляд, является высокая доля кредитов клиентам с повышенными отраслевыми рисками, несмотря на исторически высокое качество кредитного портфеля. В частности, на связанные с недвижимостью и строительством компании приходится около 20% от всех займов.

В отличие от основной массы бумаг банков 2-3 эшелонов, короткий выпуск **Локо-Банк БО-1** приятно радует ликвидностью. По итогам вчерашних торгов его доходность составила УТР 9.4-9.5% к оферте в феврале 2012 г., а сегодня бумагу можно купить по УТР 8.9%. На наш взгляд, данный выпуск может быть интересен в качестве актива до погашения, особенно в свете короткой дюрации и вхождения в ломбардный список ЦБ.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЛОКО-БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	1.7	1.2	1.6	1.1
Чистые комиссионные доходы	0.3	0.3	0.4	0.3
Операционные доходы до резервов	2.4	3.3	3.2	1.9
Операционные расходы	-1.3	-1.2	-1.6	-1.0
Отчисления в резервы	-0.6	-1.2	-0.5	-0.2
Чистая прибыль	0.4	0.6	0.8	0.6
Денежные средства	6.8	3.1	7.3	3.5
Ценные бумаги	3.5	5.5	8.6	11.1
Кредитный портфель, гросс	22.2	21.3	34.4	37.0
Резервы	-0.9	-1.6	-1.4	-1.5
Кредитный портфель, нетто	21.3	19.7	33.1	35.5
Средства кредитных организаций	8.0	7.5	9.3	10.3
Средства клиентов, в т.ч.	12.4	15.1	24.4	21.9
частных клиентов	3.5	5.5	7.4	8.6
Долговые ценные бумаги размещенные	7.0	4.6	6.7	8.4
Субординированный долг	0.6	0.6	0.6	0.6
Собственный капитал	5	5	6	7
Активы	33	33	50	52
<b>Показатели</b>				
Доходность собственного капитала (ROAE)	9.9%	12.7%	14.3%	18.2%
Доходность активов (ROAA)	1.3%	1.9%	1.9%	2.3%
Расходы/Доходы	53.2%	37.9%	51.4%	51.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.0%	3.8%	4.1%	4.7%
NPLs(свыше 30 дней)/Кредиты	3.7%	6.1%	2.4%	2.5%
Резервы/Кредиты	4.1%	7.5%	4.0%	4.1%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	0.0%	17.8%	13.4%	13.4%
Достаточность капитала (TCAR)	20.4%	20.2%	14.7%	14.4%

Источник: данные банка, НБ «Траст»



Юлия Сафарбакова  
+7 495 647-23-59  
[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

**В капитал ЧТПЗ может войти иностранный стратегический инвестор; долговая нагрузка может снизиться, а уровень корпоративного управления улучшиться; к бондам относимся нейтрально**

Как пишет Коммерсант, французский производитель труб Vallourec может купить до 25% акций ЧТПЗ. Закрытие сделки планируется на середину октября.

ЧТПЗ	NR
<i>МСФО, 2010</i>	
Выручка, RUB млрд.	85.4
EBITDA margin	19.8%
Долг/EBITDA	5.1

## КОММЕНТАРИЙ

Поиск стратегического инвестора после двух неудачных попыток IPO выглядит логичным шагом. В том случае если сделка все же состоится, кредитное качество ЧТПЗ должно несколько улучшиться. Во-первых, компания сможет получить от продажи акций около USD400 млн. (речь идет по новой эмиссии), что с чисто финансовой точки зрения выглядит привлекательно. Этими средствами ЧТПЗ сможет частично рефинансировать свой огромный долг. Во-вторых, приход иностранного инвестора должен позитивно сказаться на уровне корпоративного управления компании, что также должно быть позитивно воспринято инвесторами.

Главной проблемой ЧТПЗ на данный момент является ее крайне высокая долговая нагрузка: объем только короткого долга в конце 2010 г. превышал RUB46 млрд., то есть даже в случае успешного завершения сделки с Vallourec ЧТПЗ сможет погасить менее трети короткого долга. Единственной надеждой кредиторов ЧТПЗ являются сохраняющиеся хорошие связи компании с государственными банками, которые продолжают ее кредитовать.

Для держателей облигаций ЧТПЗ новость о входе в капитал стратегического инвестора выглядит позитивной, хотя из-за небольшой дюрации бонды вряд ли отреагируют на нее, но с другой стороны у публичных кредиторов будет определенная гарантия того, что у ЧТПЗ появится достаточно средств для прохождения двух предстоящих офферт – в декабре 2011 г. и апреле 2012 г.



**Дмитрий Турмышев**  
+7 495 647-25-89  
[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

 **Российская макроэкономика****Международные резервы выросли благодаря золоту и ценным бумагам; участие ЦБ на валютном рынке не прослеживается**

*Согласно опубликованным вчера данным ЦБ, международные резервы РФ за неделю с 26 августа по 2 сентября 2011 г. выросли на USD1.6 млрд. до USD543.4 млрд.*

**КОММЕНТАРИЙ**

Прирост международных резервов на минувшей неделе целиком объясняется удорожанием золота (вклад в размере USD2.8 млрд.) и ценных бумаг, входящих в состав ЗВР (на USD0.2-0.3 млрд.). Увеличение стоимости этих компонент и позволило компенсировать негативную валютную переоценку недолларовых резервных активов, составившую по нашим оценкам USD1.4 млрд. (с учетом канадского доллара и йены). В частности, падение курса евро к доллару снизило резервы на USD1.1 млрд., а британского фунта – на USD0.4 млрд. На прошедшей неделе курс рубля к бивалютной корзине пребывал в том диапазоне, где ЦБ предположительно интервенций не совершает.



**Мария Помельникова**  
+7 495 789-35-94  
[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@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
12 сен	РЖД-13	15.0	10.00%	0.10%	3
16 сен	СибирАгрГруппа-2	1.0	17.00%	0.10%	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
13 окт	Банк Санкт-Петербург-1бо	5.0	8.10%	н.д.	2
14 окт	Новопластуновское	0.0	12.00%	н.д.	1*
18 окт	Тензор-1бо	0.3	12.00%	н.д.	1

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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
18 окт	ПромТрактор-2	3.0
19 окт	Белгородская Обл-4	1.0

\* 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	MetalloInvest 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.
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
16 ноя	Astana Finance 11	USD	175

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

[dmitry.igumnov@trust.ru](mailto:dmitry.igumnov@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

Мария Помельникова

+7 495 789-35-94

[maria.pomelnikova@trust.ru](mailto:maria.pomelnikova@trust.ru)

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)

## Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto: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.