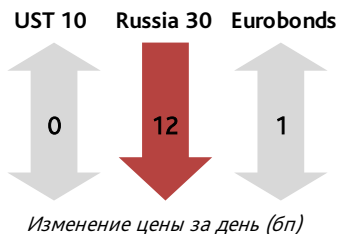


## Навигатор долгового рынка

### Глобальные рынки и еврооблигации

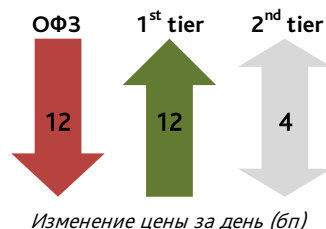
- Долговые проблемы в **Европе** перекидываются на банковскую сферу; эксперты ЕС уже называют кризис системным и опасаются его разрастания
- Германия** и **Франция** видят будущее **Греции** только в еврозоне; в выделении очередного транша не сомневаемся; реформа EFSF затягивается
- Итоги торгов по еврооблигациям:** невысокая активность и снижение котировок в корпоративных евробондах; выросли **Газпром** и **Сбербанк**
- Открытие торгов по еврооблигациям:** ждем нейтрального открытия; в фокусе – статистика из США



Изменение цены за день (бп)

### Рублевые облигации и денежный рынок

- На аукционе **ОФЗ 26205** Минфин разместил RUB4.6 млрд. из предложенных RUB10 млрд., продажи вдоль всей рублевой суверенной кривой с опережением в коротком сегменте в связи с решением **ЦБ** о повышении депозитных ставок
- Ликвидность** убывает, ставки **money market** продолжают расти; дан старт сентябрьскому налоговому периоду

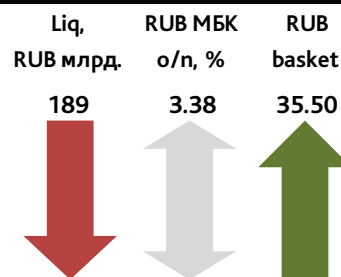


Изменение цены за день (бп)

### Кредитные комментарии

- АФК «Система»** опубликовала хорошую отчетность по US GAAP за 1П 2011; развивающиеся активы демонстрируют скромный рост; к облигациям компании относимся нейтрально
- ЕвроХим** купит крупный актив по производству удобрений в Европе и существенно увеличит свою долю на рынках ЕС; долговая нагрузка вырастет, но не катастрофически; евробонды привлекательны
- Группа Черкизово** опубликовала нейтральную отчетность по US GAAP за 1П 2011; долговая нагрузка продолжает расти, однако обслуживание долга остается дешевым; облигации перекуплены
- ТКС Банк** планирует занять RUB1.5-2 млрд. на рынках капитала до конца года; облигации на внутреннем и внешнем рынках считаем интересной инвестицией до погашения для склонных к риску инвесторов
- Финансовые результаты **Ощадбанка** за 1П 2011: привлечение клиентских средств в пассивы и выпуск еврооблигаций позволили возобновить рост кредитного портфеля; нейтрально смотрим на евробонды банка
- ЧТПЗ** остановил производство **ТБД** в двух цехах по причине отсутствия заказов; ТБД – одно из наиболее маржинальных направлений бизнеса компании, поэтому остановка негативно скажется на консолидированных показателях; мы не рекомендуем покупать облигации ЧТПЗ до прояснения ситуации со входом в капитал иностранного инвестора

### Индикаторы FX/ММ



Значения на конец дня

### Российская макроэкономика

- Банк России** снизил ставки по большинству кредитных операций, повысив ставки по депозитным; решение регулятора в первую очередь направлено на упреждение роста напряженности на денежном рынке, возникающей при сильных оттоках ликвидности

### Макроцифра

**3.75%** – ставка по депозитным операциям ЦБ

### 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

13:00	Индекс потребительских цен в еврозоне за август
16:30	Индекс потребительских цен в США за август
16:30	Первичная и делящаяся безработица в США
17:15	Промпроизводство и загрузка промышленных мощностей в США за август
19:00	Завершение выкупа ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD2.75-3.50 млрд.
22:00	Выступление главы ЕЦБ Ж.-К. Трише

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	267	+1
UST10	◄►	1.98	0
Russia 30 - UST 10	▲	218	+1
EUR/USD	▲	1.3745	+0.5%
Oil (Brent)	▼	111.9	-0.2%
VIX	▼	34.6	-2.31

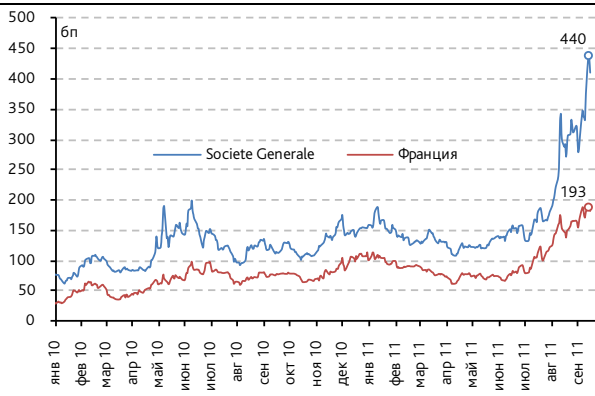
**Долговые проблемы в Европе перекидываются на банковскую сферу; эксперты ЕС уже называют кризис системным и опасаются его разрастания**

На рынок продолжают поступать все новые сигналы о потенциальном влиянии долгового кризиса в Европе на банковскую систему региона. Так, в среду агентство Moody's понизило рейтинги двух французских банков, подтвердив циркулировавшие с начала текущей недели на рынке слухи. Рейтинги Societe Generale и Credit Agricole были снижены ввиду вероятных проблем с фондированием и ликвидностью у SocGen и рисков по греческим госбумагам у Credit Agricole. При этом агентство сохранило рейтинг еще одного крупного банка, BNP Paribas, на пересмотре с возможностью снижения.

Как показывает диаграмма 1, рынок CDS, в последнее время все «хуже» относится к рискам Франции и французских банков. Отметим, что аналогичная динамика наблюдается также по CDS Италии и Испании, и по банкам из данных двух стран.

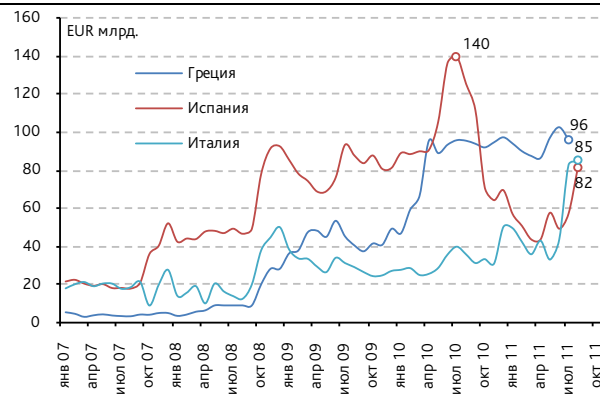
Дополнительным свидетельством нарастающей напряженности в банковской сфере Европы стали данные по объему кредитов, выданных ЕЦБ испанским банкам. Показатель достиг в августе годового максимума – EUR81. млрд. Как видно из диаграммы 2, объемы заимствований испанских и итальянских банков у ЕЦБ стремительно росли в июле-августе, а аналогичный показатель по Греции находится на уровне EUR90-100 млрд. с момента подписания первого пакета помощи в мае 2010 г.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА 5-ЛЕТНЕГО CDS ПО ФРАНЦИИ И SOCIETE GENERALE, 2010-2011



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 2. ОБЪЕМ КРЕДИТОВ, ВЗЯТЫХ У ЕЦБ БАНКАМИ ОТДЕЛЬНЫХ СТРАН ЕВРОЗОНЫ, 2007-2011



Источник: Bloomberg, Центральный банк Италии

Примечательно также, что в среду второй раз за последний месяц был использован механизм ЕЦБ по предоставлению банкам 7-денной долларовой ликвидности. Два банка подали заявки на общую сумму USD575 млн. на фоне появившихся на текущей неделе сообщений о приостановке долларowego кредитования европейских банков со стороны контрагентов из США. Напомним, 17 августа ЕЦБ предоставил одному банку USD500 млн. – впервые с февраля текущего года.

Отметим, что накануне в распоряжении Reuters оказался конфиденциальный документ, подготовленный ко встрече министров финансов еврозоны в пятницу, согласно которому долговой кризис уже не просто перекинулся на банковский сектор Европы, но и стал системным. Кроме того, эксперты Европейского комитета по экономике и финансам (Экофин) отметили вероятность попадания еврозоны в «порочный круг» проблем суверенного долга, банковского фондирования и отрицательных темпов роста экономики.

Судя по динамике на европейских рынках (EuroStoxx 600 прибавил 1.5%, DAX вырос на 3.4%), инвесторы не придали особого значения вышеперечисленным фактам. Тем не менее для нас они являются в первую очередь очередными сигналами растущего недоверия к европейской банковской системе. Последнее, в свою очередь, вызвано перманентной неспособностью Европы купировать долговой кризис.

#### **Германия и Франция видят будущее Греции только в еврозоне; в выделении очередного транша не сомневаемся; реформа EFSF затягивается**

Состоявшиеся накануне переговоры между лидерами Германии, Франции и Греции, по сути, не принесли каких-либо значительных перемен в сложившуюся вокруг Афин ситуацию. От Греции потребовали неукоснительного соблюдения согласованных в рамках первого bailout параметров бюджета, подтвердив одновременно с этим, что будущее страны – исключительно в еврозоне. Теперь вероятность того, что возвращающаяся в понедельник в Афины тройка международных кредиторов (Еврокомиссия, ЕЦБ и МВФ) одобрит выделение стране 6 транша, греческая сторона оценивает почти в 100%. Мы в этом также не сомневаемся.

Оптимизм (с нашей точки зрения, не совсем оправданный) у рынков вызвали также заявления главы Еврокомиссии, пообещавшего в скором времени представить предложения по введению единых для валютного союза евробондов. Помогли рынкам подрасти также окончательное принятие итальянскими парламентариями пакета мер экономии на EUR54 млрд. и возможные покупки суверенных долгов «периферии» странами БРИКС. Мы скептически настроены в отношении последнего пункта, и хотели бы обратить внимание на другую новость – Австрия, вероятно, будет вынуждена отложить голосование по расширению полномочий Европейского фонда финансовой стабильности (EFSF) на октябрь. Накануне законопроект не нашел поддержки в профильном парламентском комитете.

Доходности греческих 10-летних бумаг не остановили в среду свой рост, достигнув 25.7%. Между тем показатель по итальянским госбумагам немного снизился (на 12 бп до 5.59%), чему мог поспособствовать очередной выход ЕЦБ на вторичный рынок госдолга.

#### **Итоги торгов по еврооблигациям: невысокая активность и снижение котировок в корпоративных евробондах; выросли Газпром и Сбербанк**

Торги по российским еврооблигациям завершились в среду разнонаправленным движением котировок. Вверх «против рынка», в частности, двигались рекомендованные нами в качестве защитных активов бумаги Газпрома и Сбербанка. Тем не менее обороты в корпоративном сегменте находились на среднегодовом уровне (около USD22 млн.), а в банковском сегменте – ниже среднего за год значения (USD4 млн. против USD16 млн.).

Долгосрочные евробонды Газпрома прибавили порядка 1-1.3 п.п., во втором эшелоне активность сосредоточилась на дальнем конце кривой Вымпелкома (-20 бп). Еврооблигации Евраз и Кокса подешевели на 30 и 60 бп соответственно. Долгосрочные выпуски Сбербанка и ВЭБа подросли на 10-15 бп.

Суверенный индикативный выпуск **Russia 30** подешевел на 12 бп до 119.02% от номинала, сохранив при этом практически неизменным спред к **UST10**, на уровне 218 бп. Торговая активность в сегменте в два раза превысила среднегодовой уровень – обороты в среду составили USD80 млн.

#### **Открытие торгов по еврооблигациям: ждем нейтрального открытия; в фокусе – статистика из США**

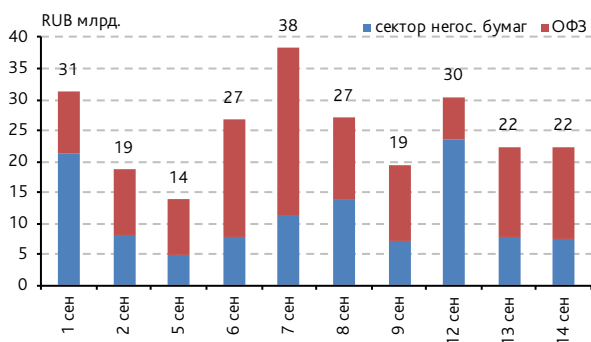
Внешний фон четверга представляется нам неоднозначным. Азиатские фондовые индексы находятся в зеленой зоне (**Nikkei 225** прибавляет 1.6%) на фоне заявлений А. Меркель и Н. Саркози по Греции. Тем не менее фьючерсы на **S&P 500** умеренно снижаются (-0.3%). Немного выше уровней вчерашнего закрытия торгуется нефть. Баррель Brent стоит около USD112. Мы ждем нейтрального открытия торгов на российском долговом рынке. Дальнейшая динамика будет определяться как заявлениями из Европы, так и публикуемой сегодня в США статистикой по рынку труда и промпроизводству.



**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	17.9%
от 1 до 1.5 лет	15.0%
от 1.5 до 2 лет	1.3%
от 2 до 3 лет	9.8%
от 3 до 5 лет	18.7%
> 5 лет	37.3%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

### Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	6.59%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.26%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.05%	6.5
Банки	7.63%	1.5
Корп 1 эшелон	7.40%	3.0
Корп 2 эшелон	7.70%	2.0

### На аукционе ОФЗ 26205 Минфин разместил RUB4.6 млрд. из предложенных RUB10 млрд., продажи вдоль всей рублевой суверенной кривой с опережением в коротком сегменте в связи с решением ЦБ о повышении депозитных ставок

Картина торгов на рублевом рынке в среду устойчиво не отличалась от предыдущих дней, если бы не аукцион **ОФЗ 26205**. Вопреки ожиданиям, Минфин продал RUB4.6 млрд. из общего предложения в RUB10 млрд., производя отсечение заявок по верхней границе озвученного накануне размещения диапазона 8.00-8.10%. Всего была удовлетворена 21 заявка, из которых 20 были поданы с доходностью 8.10%. В итоге средневзвешенная доходность равнялась верхней границе диапазона, а переспрос составил 1.4x.

Мы полагаем, что столь высокий спрос в ходе вчерашнего доразмещения **ОФЗ 26205** обеспечен наличием в рынке коротких позиций по 10-летнему выпуску, открытых, например, со ставкой на расширение спреда **ОФЗ 26205–ОФЗ 26204**, и невозможностью откупить бумагу на вторичном рынке при ее крайне низкой ликвидности в последнее время.

Средние и длинные выпуски госбумаг – **ОФЗ 25077** и **ОФЗ 26206** – вчера подешевели на 8-14 бп. На ближнем конце кривой ОФЗ в ответ на повышение регулятором ставок по депозитным операциям по итогам вчерашнего заседания продажи были более существенными: **ОФЗ 25072** и **ОФЗ 25078** с дюрацией 1.0-1.5 года потеряли 18-31 бп в цене.

Корпоративные выпуски вновь не отличались активностью. На фоне отчетности Банка Санкт-Петербург за 1П 2011 г. и информационного потока о возможной смене состава его мажоритарных акционеров в среду присутствовали повышенные обороты в выпуске **Банк Санкт-Петербург БО-01** с датой пут-опциона через месяц (–6 бп по цене, YTP 6.52%) – около RUB400 млн.



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

**Денежный рынок**

**События денежного рынка**

- 15 сен Аукцион ОБР-21 на RUB500 млрд. (расчеты на след. день)
- 15 сен Уплата страховых взносов во внебюджетные фонды (RUB260-280 млрд.)
- 20 сен Уплата 1/3 НДС за 2К 2011
- 21 сен Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
- 21 сен Возврат Минфину RUB40 млрд. с депозитов (аукцион 24 мая)
- 26 сен Уплата акцизов и НДСПИ

**RUB МБК o/n intraday**

13 сен	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	3.75/4.25	3.50	4.25	3.25/3.75
2-й круг	4.00/4.50	3.50	4.50	3.50/4.00

**Динамика внутри дня (1-й круг, 13 сен)**

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
4.00-4.15	4.25-4.50	3.25-3.50

**Ликвидность убывает, ставки money market продолжают расти; дан старт сентябрьскому налоговому периоду**

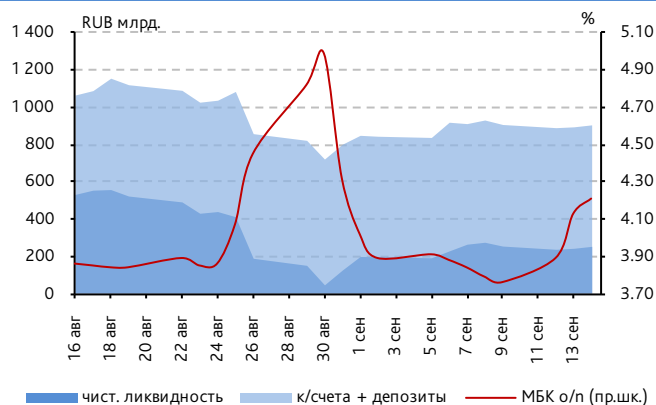
По итогам среды ликвидность вновь продемонстрировала снижение – объем чистой ликвидной позиции сократился на RUB53 млрд. до RUB189.41 млрд. Со стороны активов падение ликвидной позиции банков по операциям с ЦБ было вызвано суммарным снижением остатков на корсчетах и депозитных счетах на RUB53 млрд. (до RUB849 млрд.).

Сегодня начинается сентябрьский период налоговых выплат, он стартует с уплаты страховых взносов, по которым общий объем выплат мы оцениваем в RUB260-280 млрд. Впрочем, ставки денежного рынка начали подрастать уже в первой половине месяца. Вчера же на конец дня однодневное привлечение на МБК стоило порядка 3.75-4.0% против 3.25-3.50% днем ранее, средневзвешенная ставка междилерского РЕПО на 1 день под залог ОФЗ и выпусков 1-го эшелона по итогам среды составила 4.84-4.85%, прибавив 11-13 бп относительно вторника.

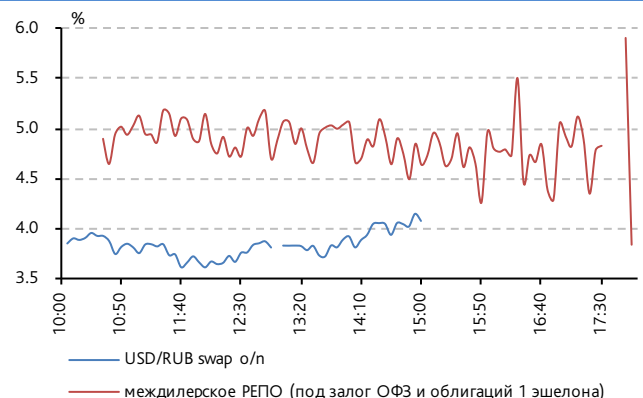


**Роман Дзугаев**  
 +7 495 647-23-64  
[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

**Ликвидность**



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



**Кредитные комментарии**

**АФК «Система» опубликовала хорошую отчетность по US GAAP за 1П 2011; развивающиеся активы демонстрируют скромный рост; к облигациям компании относимся нейтрально**

*Вчера крупнейшая диверсифицированная корпорация в России – АФК «Система» – вслед за своими дочерними компаниями опубликовала консолидированную отчетность по US GAAP за 1П 2011 г.*

**КОММЕНТАРИЙ**

После публикации отчетностей основных «дочек» Системы – Башнефти, МТС и Башкирэнерго, консолидированная отчетность самой компании не преподнесла значительных сюрпризов. Доля в выручке бизнес единицы «Базовые активы» составила почти 90%. Причем именно это направление оказалось зарабатывающим для Системы, так как направление «Развивающиеся активы» продемонстрировало отрицательную EBITDA по итогам 1П 2011 г. (около –USD160 млн.).

Интересны операционные результаты Интуриста, который сам не публикует отчетность по US GAAP. В 1П 2011 г. его выручка составила USD194.4 млн., т.е. на 20% меньше, чем по результатам 1П 2010 г. Кроме того, в текущем году компании не удалось продемонстрировать положительную EBITDA, тогда как год назад этот показатель составил около USD10 млн. На этом фоне очевидных преимуществ для операционных показателей от создания СП с Thomas Cook пока не последовало. На наш взгляд, обслуживание долга не должно принести существенные проблемы Интуристу, однако возможности компании по рефинансированию вызывают определенные вопросы.

Безусловно, имиджевая составляющая кредитного профиля для Интуриста многократно возросла, хотя, по всей видимости, компании придется прибегнуть к помощи материнской компании или западного партнера для успешного прохождения оферты в мае 2012 г. Мы не сомневаемся, что компания сможет расплатиться с публичными кредиторами, которые решат предъявить облигации к оферте.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ АФК «Система»

US GAAP, USD млрд.	1П 2010	2010	1П 2011	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	13.1	28.1	16.6	13%	27%
ЕВITDA	4.0	6.8	4.1	19%	2%
Чистая прибыль	1.2	2.1	1.0	79%	-17%
Чистый операц. денежный поток	1.7	4.1	1.5	297%	-11%
Капвложения и М&А	1.0	3.9	1.4	85%	44%
Свободный денежный поток	0.9	0.6	0.3		-71%
Совокупный долг, в т.ч.	14.0	15.4	16.3	319%	16%
<i>краткосрочный долг</i>	2.9	3.2	3.6	-8%	23%
Денежные средства и эквиваленты	2.4	2.3	1.9	-15%	-20%
Активы	40	44	47	1%	16%
<b>Показатели</b>					
ЕВITDA margin	30%	24%	24%		
ЕВITDA/проценты	4.8	4.3	4.6		
Долг/ЕВITDA*	1.7	2.3	1.8		
Чистый долг/ЕВITDA*	1.4	1.9	1.6		
Долг/Собственный капитал	1.0	1.1	1.1		

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

Консолидированные данные по долгу Системы во многом отражают ситуацию в МТС и Башнефти. И если у первой компании долговая нагрузка не должна вырасти существенно, то у второй из-за необходимости финансирования разработки месторождения им. Требса и Титова долговая нагрузка будет неизбежно расти. На конец 1П 2011 г. показатель «Чистый долг/ЕВITDA» Системы снизился до 1.6х, что, на наш взгляд, должно стать формальным поводом для рейтинговых агентств к пересмотру своего отношения к рискам компании. Напомним, что именно сравнительно низкий рейтинг АФК «Система» не позволяет Fitch перевести рейтинг ее дочерней МТС в инвестиционную категорию.

Основной интригой вокруг Системы на данный момент является ее желание приобрести новый актив, который впоследствии может стать «базовым». По всей видимости, этот актив будет из нефтехимической отрасли, однако в ходе вчерашней телеконференции менеджмент Системы не дал четких сигналов ни о сроках, ни о потенциальном объекте приобретения.

АФК «Система»	Ва3/ВВ/ВВ-
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	16.6
ЕВITDA margin	24%
Долг/ЕВITDA	1.8



Рублевые облигации АФК «Система» торгуются с премией к локальной кривой МТС в размере 20-30 бп, что мы считаем минимально справедливым уровнем. На наш взгляд, облигации компании не отреагируют на опубликованные консолидированные результаты.



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

**ЕвроХим купит крупный актив по производству удобрений в Европе и существенно увеличит свою долю на рынках ЕС; долговая нагрузка вырастет, но не катастрофически; евробонды привлекательны**

*Вчера мажоритарный акционер ЕвроХима Андрей Мельниченко сообщил, что компания планирует в конце следующей недели закрыть сделку по приобретению завода в Антверпене.*

**КОММЕНТАРИЙ**

После неудачной попытки приобретения россосанских Минудобрений вполне логично было ожидать, что ЕвроХим может принять участие в новой сделке. Компания планирует приобрести активы, принадлежащие европейскому химическому гиганту BASF. Завод, находящийся в Антверпене, может производить около 2.5 млн. тонн аммиачной селитры в год, т.е. практически столько же, сколько производит сам ЕвроХим.

Предстоящая сделка несет несколько очевидных преимуществ для ЕвроХима. Во-первых, предприятие удобно расположено географически, а это позволит ему использовать сырье (преимущественно аммиак), произведенное на российских заводах ЕвроХима. Отметим, что основная статья затрат для производителей азотных удобрений – расходы на сырье, а именно на природный газ, стоимость которого в России существенно ниже, чем в Европе. Поставляя произведенный на российских предприятиях аммиак на завод в Антверпене, ЕвроХим будет получать себестоимость производства в Европе, сопоставимую с себестоимостью в России. Во-вторых, новый завод позволит ЕвроХиму прочно закрепиться на европейском рынке азотных удобрений. В конце 2010 г. его доля на рынке составляла около 3%, после приобретения она может вырасти до 10%.

На данный момент компания не раскрывает размер и форму сделки. Однако, на наш взгляд, ЕвроХим может потратить на нее до EUR0.7-0.9 млрд., т.е. сумму, сопоставимую с ценой россосанских Минудобрений. Напомним, что в конце июля компания успешно привлекла 5-летний синдицированный кредит в размере USD1.3 млрд., поэтому средства для осуществления M&A сделки у нее есть. Таким образом, долговая нагрузка ЕвроХима после приобретения не должна превысить 2.0x, а после консолидации Антверпенского завода она, очевидно, снизится до 1.6-1.7x. На наш взгляд, это не должно стать поводом для рейтинговых агентств по снижению рейтинга компании, в особенности, если приобретенный завод будет демонстрировать уровень рентабельности, сопоставимый с российскими предприятиями ЕвроХима.

Рублевые облигации ЕвроХима не слишком ликвидны и предлагают доходность на уровне 8.2-8.4% годовых, что сопоставимо с доходностью бумаг Алросы. Мы видим данный уровень справедливым и не ожидаем от них ни краткосрочной реакции на новость, ни дальнейшей опережающей рынок динамики.

Еврооблигации ЕвроХима имеют дюрацию около 0.5 года и предлагают доходность порядка 4.5%. На наш взгляд, в нынешних рыночных условиях эти бумаги могли бы быть интересным защитным активом для консервативных инвесторов благодаря их невысоким рыночным рискам, а способность ЕвроХима расплатиться с публичными кредиторами не вызывает у нас никаких сомнений.



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

ЕвроХим	NR/BB/BB
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	62.1
EBITDA margin	37%
Долг/EBITDA	1.1

**Группа Черкизово опубликовала нейтральную отчетность по US GAAP за 1П 2011; долговая нагрузка продолжает расти, однако обслуживание долга остается дешевым; облигации перекуплены**

*Вчера один из крупнейших производителей мяса в России – Группа Черкизово – опубликовала консолидированную отчетность по US GAAP за 1П 2011 г.*

**КОММЕНТАРИЙ**

Результаты Черкизово в 1П 2011 г. очень серьезно пострадали из-за крайне неблагоприятной для него конъюнктуры на рынках зерна: скачок цен существенно увеличил себестоимость производства мяса. Во 2К 2011 г. ситуация несколько стабилизировалась, поэтому компании удалось продемонстрировать неплохую квартальную динамику основных операционных показателей: выручка увеличилась на 24%, EBITDA – более чем на 100%. В годовом выражении динамика оказалась гораздо скромнее: +20% по выручке (достигла USD689 млн.) и –7% по EBITDA (USD105 млн.). Из-за резкого роста себестоимости существенно пострадал и показатель рентабельности по EBITDA, снизившись по итогам 1П 2011 г. до 15%.

Основными событиями, повлиявшими на кредитное качество Черкизово в 1П 2011 г., стали сделка по слиянию с крупным производителем мяса Моссельпром, а также начало строительства крупного птицеводческого комплекса в Липецкой области. Группа Черкизово потратила на приобретение Моссельпрома чуть более USD44 млн. Так как сделка была осуществлена в середине мая 2011 г., консолидация результатов приобретенной компании не оказала существенного влияния на полугодовые показатели группы. Проект в Липецкой области должен будет увеличить производственные мощности птицеводческого бизнеса Черкизово на 70%, но потребует инвестиций в размере около RUB20 млрд. По итогам 1П 2011 г. капитальные затраты составили порядка USD100 млн., что оказалось несколько больше значения операционного денежного потока за этот период и потребовало от компании уменьшения ликвидной позиции.

**ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЧЕРКИЗОВО**

US GAAP, USD млн.	1П 2010	2010	1П 2010	2К11/1К11	1П11/1П10
Выручка	573	1,188	689	24%	20%
EBITDA	113	218	105	102%	-7%
Чистая прибыль	79	144	67	164%	-15%
Чистый операц. денежный поток	115	166	87	69%	-24%
Капвложения и M&A	69	180	143	75%	106%
Свободный денежный поток	46	-4	-13		
Совокупный долг, в т.ч.	446	648	875	25%	96%
<i>краткосрочный долг</i>	95	182	287	41%	202%
Денежные средства и эквиваленты	60	68	39	-29%	-34%
Активы	1,171	1,471	1,871	17%	60%
<b>Показатели</b>					
EBITDA margin	20%	18%	15%		
EBITDA/проценты	12.3	3.1	14.4		
Долг/EBITDA*	1.5	3.0	4.2		
Чистый долг/EBITDA*	1.3	2.7	4.0		
Долг/Собственный капитал	0.7	1.0	1.1		

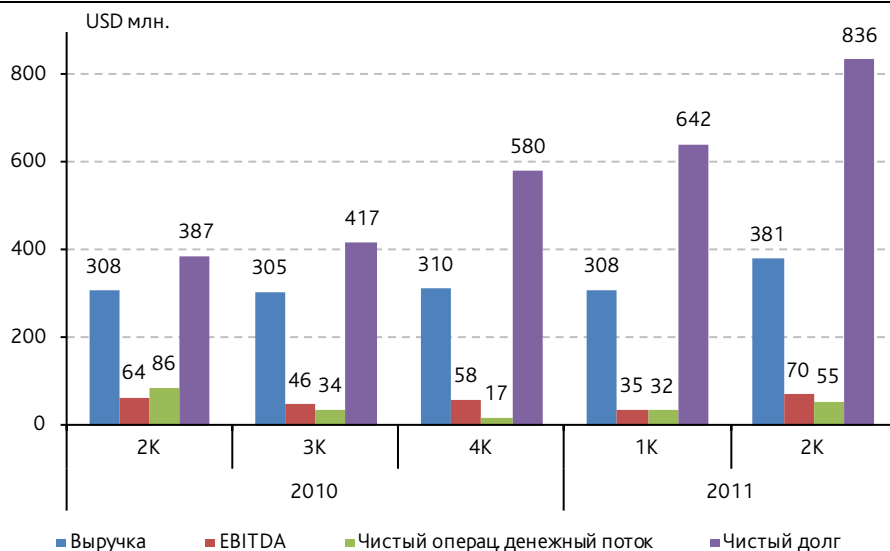
\* значение EBITDA за последние 12 месяцев  
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ситуация с долгом начинает вызывать все большие опасения. Совокупный долг компании за последние полгода увеличился более чем на USD200 млн., составив на конец 2К 2011 г. USD875 млн. Как следствие, выросла и долговая нагрузка – до 4.0x по показателю «Чистый долг/EBITDA». Компания отмечает, что эффективная ставка процента по ее кредитному портфелю составляет с учетом государственных субсидий около 2% годовых. С одной стороны, эта действительно очень низкая ставка и позволяет обслуживать даже столь существенный долг без серьезного ущерба для денежного потока, однако, с другой стороны, нет гарантии, что субсидии по кредитам будут сохраняться и в долгосрочной перспективе. Кроме того, группа еще не начала активную фазу проекта в Липецкой области, который потребует от Черкизово значительных инвестиций и нового привлечения долга. На наш взгляд, даже несмотря на недорогое обслуживание долга, рейтинговое агентство Moody's может изменить свое отношение к компании и понизить ее рейтинг.

Черкизово	Moody's: B2
<i>US GAAP, 1П 2011</i>	
Выручка, USD млн.	689
EBITDA margin	15%
Долг/EBITDA	4.2



ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЧЕРКИЗОВО



Источник: данные компании, НБ «Траст»

На рынке сейчас обращается единственный выпуск облигаций Черкизово с погашением в ноябре 2013 г., который сложно назвать ликвидным. Эти облигации предлагают премию к кривой ОФЗ в размере всего 180 бп, что, на наш взгляд, выглядит недостаточной компенсацией за высокие кредитные риски компании. Выпуск облигаций Моссельпрома объемом RUB1.5 млрд. был практически полностью выкуплен Черкизово с рынка в ходе последней оферты в июле 2011 г.



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

**ТКС Банк планирует занять RUB1.5-2 млрд. на рынках капитала до конца года; облигации на внутреннем и внешнем рынках считаем интересной инвестицией до погашения для склонных к риску инвесторов**

КОММЕНТАРИЙ

На этой неделе состоялась встреча представителей ТКС-Банка с участниками рынка, посвященная итогам банка за 1П 2011 г. (результаты мы подробно рассматривали в «Навигаторе долгового рынка» от 24.08.2011). Остановимся на наиболее интересных моментах, озвученных в ходе встречи:

- **Прогнозы по росту бизнеса.** Банк рассчитывает увеличить кредитный портфель в 2011 г. в 2.5 раза, что, на наш взгляд, вполне ему по силам (за 1П 2011 г. объем займов увеличился в 1.7 раза до USD593.4 млн.). В 2012 г. банк планирует сохранить высокие темпы роста масштабов бизнеса, хотя не исключает корректировки в зависимости от операционной среды.
- **Чистая прибыль.** В 2011 г. банк планирует заработать USD50-60 млн. чистой прибыли, а в 2012 г. – порядка USD120 млн. Чистая прибыль за 1П 2011 г. при этом составила USD18.3 млн.

Как мы понимаем, основным источником поступлений станет существенный рост объема кредитования (ROAA 7-8%) при сохранении консервативного подхода к формированию резервов (уровень покрытия проблемных кредитов резервами на уровне 2-3х). Напомним, что у банка также есть опция гибкого управления затратами на привлечение клиентов, что может стать дополнительным источником роста доходов.

- **План заимствований.** Банк не исключает возможности занять на публичном рынке долга RUB1.5-2 млрд. до конца года, а также привлечь субординированный кредит для обеспечения комфортного уровня достаточности капитала.

Впрочем, если рыночная конъюнктура не будет способствовать привлечению оптового долга, банк намерен развиваться за счет притока розничных депозитов при наращивании их доли в обязательствах до 40-45% (35% по итогам 1П 2011 г.).

ТКС-Банк	B2/NR/B
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, USD млн.	557
NIM	37.6%
NPLs (+90 дней)	2.1%

Евробонд **TCSBk 14** предлагает на данный момент УТМ 13.6-13.2% к погашению через 2.5 года. Ввиду негативного внешнего фона мы едва ли рассчитываем на позитивную динамику котировок в среднесрочной перспективе. В то же время бумаги могут быть интересными в качестве инструмента до погашения для склонных к риску инвесторов. Из рублевых выпусков наибольший интерес представляют короткие выпуски **ТКС БО-2,3** которые торгуются с УТР 14.1-14.7% на диапазоне до года. Более длинные **ТКС-2** и **ТКС БО-1** предлагают УТМ 13.5-14.3% к погашению через два года.



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

**Финансовые результаты Ощадбанка за 1П 2011: привлечение клиентских средств в пассивы и выпуск еврооблигаций позволили возобновить рост кредитного портфеля; нейтрально смотрим на евробонды банка**

**КОММЕНТАРИЙ**

Ощадбанк опубликовал отчетность за 1П 2011 г. по МСФО. В 1П 2011 г. банк существенно нарастил объем кредитования корпоративных клиентов, а также снизил зависимость фондирования от средств ЦБ и государственных компаний, благодаря размещению еврооблигаций и привлечению клиентских средств, качество кредитов несколько ухудшилось, а уровень концентрации активов и пассивов банка по-прежнему высок.

Впрочем, статус квазисуверенного заемщика обуславливает высокий потенциал поддержки со стороны государства как в предоставлении источников фондирования, так и капитала. Напомним, что в 1П 2011 г. капитал банка был увеличен на УАН0.6 млрд.

За 1П 2011 г. банк заработал УАН0.7 млрд. чистой прибыли, что почти в 1.5 раз больше чем за весь 2010 г., что было достигнуто в основном за счет меньших отчислений в резервы. Несмотря на рост доли проблемной задолженности в кредитном портфеле (+0.6 п.п. до 7.2%), существенный объем накопленных резервов (13.6% от кредитного портфеля) позволяет банку снижать стоимость риска (2.8% в 1П 2011 г. против 4.9% в 2010 г.). Тем не менее, заметим, что чистая процентная маржа, как и уровень операционной эффективности продолжают снижаться.

**ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ОЩАДБАНКА**

МСФО, УАН млрд.	2009	2010	1П 11
Чистые процентные доходы	4.1	4.1	2.1
Чистые комиссионные доходы	0.9	0.9	0.5
Операционные расходы	-1.8	-2.0	-1.2
Отчисления в резервы	-3.2	-2.4	-0.7
Чистая прибыль	0.1	0.5	0.7
Денежные средства	4.2	4.8	5.6
Ценные бумаги	4.0	6.6	12.0
Кредитный портфель, gross	49.8	49.1	53.3
Резервы	-4.1	-6.5	-7.3
Кредитный портфель, нетто	45.7	42.6	46.0
Задолженность перед ЦБ	15.9	15.4	14.1
Средства клиентов, в т.ч. частных клиентов	24.7	24.6	32.9
Долговые ценные бумаги размещенные	0.4	0.5	4.3
Прочие заемные средства	0.9	1.0	1.9
Собственный капитал	15.3	16.0	17.1
Активы	57.4	57.6	70.5
<b>Показатели</b>			
Доходность собственного капитала (ROAE)	0.7%	2.9%	8.2%
Расходы/Доходы	34.9%	38.2%	42.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	7.6%	7.2%	6.5%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	3.8%	6.6%	7.2%
Резервы/кредиты	8.3%	13.3%	13.6%
Доля средств гос. компаний в активах	67.0%	69.0%	62.0%
Доля средств гос. компаний в пассивах	56.0%	43.0%	36.0%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	28.4%	30.7%	29.0%
Достаточность капитала (TCAR)	32.3%	35.6%	33.4%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Ощадбанк	B3/NR/B
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, УАН млн.	53.3
NIM	6.5%
NPLs (+90 дней)	7.2%

Примечательно, что в 1П 2011 г. банк нарастил объем кредитования клиентов без учета Нафтогаза Украины на 21% до UAH29.1 млрд. Рост кредитного портфеля был обусловлен увеличением займов корпоративным клиентам – энергетическим, агропромышленным и металлургическим компаниям. Доля займов Нафтогазу Украины снизилась в портфеле на 5.7 п.п. до 45.3% на фоне активизации кредитования, а также погашения части кредитов.

Основным источником финансирования при этом выступил приток клиентских средств (+34% до RUB32.9 млрд.). Рост средств физических лиц (+26.1% до UAH24.5 млрд.) был отчасти обусловлен перетоком клиентов из Родовид Банка. Для диверсификации структуры фондирования банк также в 1П 2011 г. выпустил евробонд. В итоге доля задолженности перед НБУ снизилась с начала года на 10.6 п.п. до 26.5%.

Мы нейтрально смотрим на еврооблигации Ощадбанка, которые торгуются с YTM 9.4-9.7% к погашению в 2016 г. Премия к суверенной кривой составляет 250-270 бп и мы не рассчитываем на ее сужение, поскольку осторожно смотрим на кредитный риск банковского сектора Украины в текущих условиях.



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

## Российская макроэкономика

**Банк России снизил ставки по большинству кредитных операций, повысив ставки по депозитным; решение регулятора в первую очередь направлено на упреждение роста напряженности на денежном рынке, возникающей при сильных оттоках ликвидности**

Итоги вчерашнего заседания Совета директоров ЦБ стали не самыми ожидаемыми участниками рынка. Сохранив неизменной ставку рефинансирования (на уровне 8.25%), традиционно совпадающую со стоимостью овернайт с ЦБ, по большинству остальных кредитных операций регулятора с банками ставки были снижены на 25 бп. По депозитным операциям с ЦБ, которые являются постоянно действующими механизмами абсорбирования ликвидности из системы и задающими ориентир по нижней границе рыночных ставок МБК, ставки были повышены на те же 25 бп до 3.75%.

Мы склонны трактовать решение регулятора о понижении ставок по кредитным операциям и сужении коридора процентных ставок в первую очередь как перестраховку от избыточной волатильности в ставках денежного рынка, традиционной для последних месяцев на фоне налоговых выплат и значительно усилившейся в августе. В конце последнего летнего месяца стоимость однодневного привлечения денег на МБК доходила до 4.75-5.35% для банков первого круга. В связи с напряженностью на рынке банки стали активнее фондироваться через инструменты рефинансирования ЦБ, в основном, через аукционное РЕПО.

Ситуация с ликвидностью во второй половине сентября по сравнению с августом не обещает улучшиться. По нашим расчетам, объем сентябрьских налоговых отчислений в казну будет немного уступать величине налоговых платежей в августе – по нашим оценкам, он составит RUB840 млрд. При этом расходы бюджета, традиционно являющиеся главным источником пополнения ликвидности, подрастут не настолько сильно, чтобы избавить банковский сектор от повышенного спроса на ликвидность.

Пойти на послабления Центробанку позволяет внутренняя макроэкономическая ситуация: инфляция продолжает замедляться, составив по итогам августа 8.2% в годовом исчислении против 9.0% в июле.

ТАБЛИЦА. СТАВКИ ПО ОПЕРАЦИЯМ БАНКА РОССИИ, % ГОДОВЫХ

Инструмент	Срочность	с 31.05	с 15.09	Примечание
<b>Предоставление ликвидности: постоянно действующие механизмы (по фиксированным ставкам)</b>				
Кредиты «овернайт»	1 день	8.25	8.25	
Сделки «валютный своп» (рублевая часть)	1 день	8.25	8.25	
Ломбардные кредиты	1, 7 дней	6.75	6.50	
Прямое репо	1, 7 дней	6.75	6.50	7 дн. – приостановлено
Ломбардные кредиты	30 дней	6.75	6.50	приостановлены
Прямое репо	12 мес.	8.00	7.75	приостановлено
Кредиты, обеспеченные золотом	до 90 дней	7.00	6.75	действует с 29.08.11
Кредиты, обеспеченные нерыночными активами/поручительством	до 90 дней	7.25	7.00	
	91-180 дней	7.75	7.50	приостановлено
	181-365 дней	8.25	8.25	приостановлено
<b>Предоставление ликвидности: операции на открытом рынке (минимальные ставки)</b>				
Аукционы прямого репо	1 день	5.50	5.25	
	7 дней	5.50	5.25	
Ломбардные аукционы, аукционы прямого репо	3 мес.	7.00	6.75	
	6 мес.	7.50	7.25	приостановлены
	12 мес.	8.00	7.75	приостановлены
<b>Абсорбирование ликвидности: постоянно действующие механизмы (по фиксированным ставкам)</b>				
Депозитные операции	до востреб.	3.50	3.75	
Депозитные операции	1, 7 дней	3.50	3.75	
<b>Абсорбирование ликвидности: операции на открытом рынке (максимальные ставки)</b>				
Депозитные аукционы	1 мес.	5.50	5.50	
Депозитные операции	3 мес.	6.50	6.50	приостановлены
<b>Ставка рефинансирования</b>		8.25	8.25	

Источник: ЦБ РФ, НБ «Траст»

Отдельно в повышении депозитных ставок, рассматривающихся в числе прочего как индикатор привлекательности вложений в рубли, мы усматриваем попытки ЦБ воздействовать на ситуацию со счетом капитала платежного баланса. Динамика ставок NDF по рублям, на которые мы ориентируемся в условиях традиционно запаздывающей статистики от регулятора по изменениям капитального счета, указывает на отсутствия притока капитала. Фактический отток капитала по итогам

2011 г. с высокой вероятностью будет выше ориентира ЦБ в USD35 млрд. Таким образом, повышение ставок по депозитным операциям, в числе прочего, направлено на его замедление.



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

## Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
14 сен	ЮниКредит Банк-1ип	5.0	8.20%	5	8.37%
31 авг	ТрансФин-М-136о	0.5	8.50%	3	8.68%
31 авг	ТрансФин-М-126о	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-36о	3.0	9.90%	2*	10.14%
3 авг	Абсолют Банк-5	1.8	8.00%	3*	8.16%
2 авг	ОТП Банк-16о	5.0	7.95%	3	8.11%
2 авг	Мираторг Финанс-16о	3.0	8.75%	3*	8.94%
2 авг	МеталлургКомБанк-16о	1.5	8.70%	2*	8.89%
1 авг	Глобэкс КБ-66о	2.0	6.95%	1*	7.07%
1 авг	Глобэкс КБ-46о	3.0	6.95%	1*	7.07%
28 июл	ЮТЭйр-Финанс-5	1.5	9.50%	5	9.73%
28 июл	Группа ЛСР-56о	2.0	8.47%	3	8.65%
28 июл	Стройкредит КБ-26о	1.0	9.90%	1*	10.14%
28 июл	Стройкредит КБ-16о	1.0	9.90%	1*	10.14%
26 июл	ММК-76о	5.0	7.25%	3	7.38%

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
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%	10.50%	1*
22 сен	СеверСталь-16о	15.0	14.00%	7.50%	1
26 сен	Акрон-2	3.5	14.05%	8.20%	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-16о	5.0	8.10%	н.д.	2
14 окт	Новопластуновское	0.0	12.00%	н.д.	1*
18 окт	Тензор-16о	0.3	12.00%	н.д.	1
19 окт	МКБ-8	3.0	9.70%	н.д.	4

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
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	ФКС 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
20 окт	Нижегородская Обл-3	0.8
20 окт	Группа Джей Эф Си	2.0

\* 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.
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)**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)

## 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)

## 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)**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 Правиле 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.