

Навигатор долгового рынка

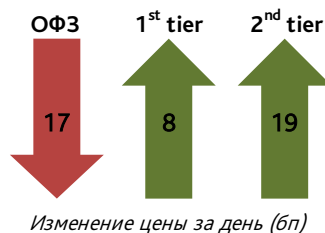
Глобальные рынки и еврооблигации

- Лидеры ЕС на саммите в среду могут представить лишь общие контуры антикризисного плана, отложив публикацию основных «цифр» на несколько недель; динамика на рынках рискованных активов может развернуться
- Выбор коротких еврокоммерческих бумаг заемщиками из **России**, на наш взгляд, неслучаен – рынок длинных еврозаимствований осторожен в отношении российских имен, несмотря на недавние размещения эмитентов из **ЕМ**
- Итоги торгов по еврооблигациям:** евробонды снова подорожали; смена настроений на глобальных рынках ограничила рост котировок **Russia 30**
- Открытие торгов по еврооблигациям:** вчерашнее падение рынков вызовет небольшое снижение котировок на открытии; в фокусе – саммит ЕС
- Правящая коалиция в **Италии** под давлением **Меркель** и **Саркози** все же достигла компромисса по экономическим реформам; ждем реакцию **Брюсселя**, отмечаем угрозу политической нестабильности в третьей экономике **Европы**; доходность 10-летних госбумаг уже с конца прошлой неделе колеблется у 6%



Рублевые облигации и денежный рынок

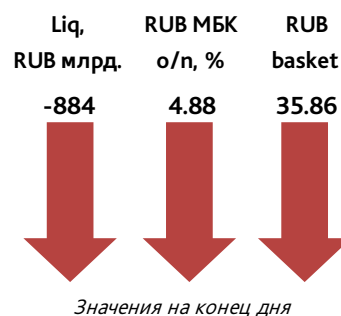
- Минфин** решил «прощупать почву» на первичном рынке, размещая RUB10 млрд. 4-летнего выпуска – возможно размещение до половины из предлагаемого объема с учетом вчерашних нерезидентских покупок в длину
- ВЭБ-Лизинг** озвучил ориентиры по новому выпуску облигаций; предложение может заинтересовать инвесторов ближе к верхней границе ориентиров
- Чистая ликвидная позиция банков по операциям с **ЦБ** по итогам вторника вернулась к уровням июля 2009; привлечение банками средств на недельном аукционе РЕПО с **ЦБ** сопоставимо с размером уплаты налога на прибыль в пятницу – до конца месяца напряженности на **money market**, как мы думаем, больше не последует



Кредитные комментарии

- ТНК-ВР** показала сильные финансовые результаты по US GAAP за 9М 2011 и подтвердила свое высокое кредитное качество; фундаментально евробонды выступают хорошей альтернативой бумагам **Лукойла** и **Новатэка**; в актуальную категорию защитных активов попадает только выпуск **TNK-BP 12**
- Розничные банки штурмуют первичный рынок: **ОТП Банк** размещает рублевые биржевые облигации, а **Банк Русский Стандарт** планирует выпустить еврокоммерческие бумаги в долларах; предложение от последнего выглядит более привлекательно
- Игорь Ким** закрыл сделку по покупке «дочки» **Barclays Bank** в **России**; после появления ряда деталей подтверждаем мнение о позитивном оттенке новости для **Ренессанс Кредита**; евробонд **RenCap 13** – интересная высокорисковая инвестиция до погашения
- Tele2 AB** в понедельник опубликовала отчетность по МСФО российского подразделения; долговая нагрузка снизилась; нейтрально относимся к рублевым облигациям компании
- Лукойл** подтвердил инвестиционную программу в размере USD100 млрд. на ближайшие 10 лет, а также опроверг сведения о продаже **Одесского НПЗ**; новости нейтральны для кредитного профиля; облигации к покупке не рекомендуем

Индикаторы FX/MM



Последние обзоры

- 19 октября Ликвидность: доступ банков к средствам ЦБ РФ и прочих госструктур
- 12 октября ЕЦБ: денежно-кредитная политика в стиле post-Lehman
- 12 октября Металлургические компании «первой лиги»: игра по стресс-сценарию
- 6 октября Стратегия долговых рынков: октябрь 2011 г.
- 27 сентября Банковская система в августе: кредитный бум

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:00	Итоги аукционов по госбумагам Италии в объеме EUR10.5 млрд.
15:00	Выступление А. Меркель в Бундестаге перед саммитом ЕС
16:30	Заказы на товары длительного пользования в США за сентябрь
20:00	Внеочередной саммит ЕС в Брюсселе
21:00	Итоги аукциона UST5 в объеме USD35 млрд.
21:15	Внеочередной саммит еврозоны в Брюсселе

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▲	291	+9
UST10	▼	2.12	-0.11
Russia 30–UST 10	▲	236	+9
EUR/USD	▼	1.3904	-0.2%
Oil (Brent)	▲	111.1	+0%
VIX	▲	32.22	+2.96

Лидеры ЕС на саммите в среду могут представить лишь общие контуры антикризисного плана, отложив публикацию основных «цифр» на несколько недель; динамика на рынках рискованных активов может развернуться

По мере приближения часа «Х» для Европы оптимизм рынка, подогревавший спрос на рискованные активы фактически с начала октября, начинает планомерно сходить на «нет». Судя по многочисленным публикациям в западных деловых СМИ, уверения канцлера ФРГ А. Меркель и президента Франции Н. Саркози в способности Евросоюза представить полномасштабный и эффективный план по борьбе с долговым кризисом на саммите ЕС в среду вряд ли найдут подтверждение.

Напомним, лидеры двух ведущих экономик Европы обещали представить пакет антикризисных мер по трем основным направлениям: докапитализация банков, обеспечение устойчивости греческого госдолга путем дополнительных списаний, а также «леверидж» европейского стабфонда, EFSF. Пока, судя по всему, окончательных, четко оформленных договоренностей нет ни по одному из направлений.

Так, накануне стало известно, что встреча министров финансов и глав центробанков стран ЕС (Экофин), которая должна была предварять саммит ЕС, не состоится. Мы полагаем, что основной темой данной встречи как раз и должна была стать докапитализация банков, учитывая, что данный вопрос касается всех 27 стран ЕС, а не только государств еврозоны, как в случае с EFSF. Таким образом, остается два варианта. Возможно, Экофин финализировал договоренности по докапитализации еще в минувшую субботу, но предпочел придать их огласке вместе с другими решениями ЕС. Однако более вероятным нам представляется вариант, что министрам финансов Евросоюза, несмотря на наличие определенного консенсуса в части самой идеи докапитализации, пока так и не удалось договориться о конкретных ее параметрах, в связи с чем встреча в среду и была отменена. Собственно, по сообщениям FT, приблизительно такое обоснование представил возглавляющий в настоящий момент Экофин представитель Польши.

В отношении дополнительных списаний по гособлигациям Греции, находящихся на руках у частных кредиторов, определенности еще меньше. Исходные позиции сторон известны – банки готовы увеличить долю списаний с 21% до 40%, а европейцы настаивают на 60%. Сегодня глава Еврогруппы заявил, что соглашение может быть достигнуто около отметки 50%. Однако, в нашем понимании, проблема в данном случае заключается в следующем. У еврочиновников нет юридических инструментов, чтобы повлиять на ситуацию – переговоры ведет непосредственно Греция и ее частные кредиторы. Судя по комментариям главы Института международных финансов, переговорный процесс идет крайне сложно, и стороны вполне могут не успеть достигнуть договоренности к вечеру среды.

Параметры увеличения экономической мощи EFSF пока также остаются туманными. Напомним, лидеры ЕС рассматривают два варианта повышения эффективности «стабфонда». Первый – за счет использования его средств для гарантирования 20-30% по новым выпускам госбумаг. Альтернативный – путем создания специального инвестиционного фонда (SPIV), в котором могли бы принять участие крупные госфонды из развивающихся стран, и который мог бы выкупать «периферийные» бонды. Данная опция выглядит пока менее проработанной, учитывая, что МВФ заявил о готовности рассмотреть свое участие в SPIV лишь после того, как будут согласованы его точные параметры. Кроме того, Бразилия, Индия и Россия прохладно отнеслись к идее помощи Европе именно через данный инструмент. В любом случае, по сообщениям Reuters, окончательные цифры по EFSF до сих пор не согласованы, и, вероятнее всего, будут представлены лишь на встрече Еврогруппы 7 ноября.

Мы полагаем, что ожидания рынка в отношении «прорывного» статуса саммита ЕС в очередной раз не оправдаются. Скорее всего, европейские лидеры зададут направление движения, представив лишь небольшое число конкретных параметров и цифр. В этом случае наблюдавшийся в последние несколько недель рост в рискованных активах может в лучшем случае затормозиться, но с большей вероятностью – смениться новым падением.

Выбор коротких еврокоммерческих бумаг заемщиками из России, на наш взгляд, неслучаен – рынок длинных еврозаимствований осторожен в отношении российских имен, несмотря на недавние размещения эмитентов из ЕМ

В последнее время наблюдается оживление на первичном рынке еврооблигаций, причем, если на зарубежных рынках оно проходит в форме выпуска традиционных евробондов, то на российском популярностью пользуются краткосрочные инструменты – еврокоммерческие бумаги (ЕСР).

Из крупных зарубежных заемщиков на первичный рынок в середине октября вышли сначала мексиканская PEMEX (Baa1/BBB/BBB), потом итальянская Telecom Italia (Baa2/BBB/BBB), а затем Турция (Ba2/BB/BB+). Первая доразместила 30-летние евробонды с купоном 6.5% на сумму USD1.25 млрд. Telecom Italia – 6-летние евробонды на EUR750 млн. с купоном 7%. Турция вышла на рынок с 10-летними бумагами под ставку 5.125% на сумму USD1 млрд.

Российские компании также поспешили воспользоваться возможностями образовавшегося на рынке «окна», но выбрали для этого не совсем стандартные инструменты. Так, первым стал Газпром (Baa1/BBB/BBB), разместивший в общей сложности 6-месячные ЕСР на USD500 млн. с доходностью 3.5%. На прошлой неделе Алроса (Ba3/BB-/BB-) проводила road show ЕСР (предполагаемый срок – 6 месяцев или год, объем – около USD400 млн.). В настоящий момент возможность выпуска 6-месячных ЕСР в USD рассматривает Русский стандарт (Ba3/B+/B+). Ориентир доходности составляет 8.75-9%.

Мы полагаем, что выбор ЕСР сейчас в качестве основного инструмента заимствований российскими заемщиками неслучаен. Мы убеждены, что сделать рыночный выпуск евробондов даже средней длины (3-5 лет) по адекватной ставке и разместить его среди относительно широкого круга инвесторов в текущей рыночной конъюнктуре возможно только для наиболее качественных заемщиков. Из вышеперечисленных к последним относится лишь Газпром, однако в отношении данного заемщика нельзя сказать, что размещение коротких бумаг в данном случае определялось выраженной потребностью в ликвидности с его стороны.

По нашему убеждению, иностранные инвесторы едва будут готовы принимать длинные выпуски еврозаимствований со стороны российских эмитентов до прояснения ситуации на глобальных рынках и снижения присутствующей на них повышенной волатильности. Осторожность нерезидентов в отношении российских имен на рынке полностью подтверждается уже многолетней и устоявшейся недооцененности России относительно традиционно рассматриваемых аналогов из ЕМ (Бразилия, Мексика).

Итоги торгов по еврооблигациям: евробонды снова подорожали; смена настроений на глобальных рынках ограничила рост котировок Russia 30

Российские евробонды продолжили дорожать во вторник, несмотря на наметившееся ухудшение спроса на риск на глобальных рынках. Объем торгов был невысоким – порядка USD56 млн. в целом по рынку против USD80 млн. в среднем за год.

В нефтегазовом секторе рост котировок наблюдался в длинных евробондах Газпрома, прибавивших около 1.5 п.п. Хорошим спросом пользовались также выпуски ТНК-ВР и Новатэка. Во втором эшелоне на 0.8-1 п.п. подорожали еврооблигации Алросы и Северстали, а вот подъем котировок на дальнем конце кривой Вымпелкома не превысил 40 бп. В банковском секторе практически вся активность сосредоточилась в долгосрочных бумагах ВТБ, поднявшихся в цене по итогам дня на 0.5-1 п.п. Длинные евробонды Альфа-Банка подорожали на 60-80 бп.

В суверенном сегменте в первой половине дня наблюдалось устойчивое повышение котировок. Однако после открытия торгов в США в красной зоне, падения индекса потребительского доверия до минимума за два года и отмены встречи министров финансов ЕС, на рынках возобладали пессимистические настроения, вызвавшие снижение котировок в том числе и российских евробондов. В итоге, индикативный выпуск **Russia 30** набрал во вторник лишь 10 бп до 117.35% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** при этом расширился на 10 бп до 236 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: вчерашнее падение рынков вызовет небольшое снижение котировок на открытии; в фокусе – саммит ЕС

Рынки ведут себя крайне неоднозначно в преддверии саммита ЕС. Фондовые торги в Азии завершились в основном в красной зоне (**Nikkei 225** потерял порядка 0.2%), а фьючерс на **S&P 500** торгуется в минусе на 0.3%. Между тем котировки Brent, опустившиеся накануне до USD110 за баррель к моменту закрытия основных торгов в России, в настоящий момент восстанавливаются и уже достигли USD111.3, что может удержать рынок российских еврооблигаций от серьезного падения в начале торгов. Тем не менее небольшого снижения котировок на открытии мы не исключаем.

Новостной фон среды будет крайне насыщенным. Главными событиями дня, безусловно, станут сразу два саммита в Брюсселе – сначала долговой кризис обсудят в формате ЕС, а финализировать новые антикризисные меры будут уже главы государств и правительств 17 стран еврозоны.

Между тем рынки уже в середине дня могут начать получать сигналы из Европы, где ЕЦБ проведет первый из двух аукционов по предоставлению неограниченной ликвидности в евро сроком на год. Кроме того, канцлер ФРГ А. Меркель в 15:00 МСК представит в парламенте антикризисный план, с которым она и отправится на встречу в Брюссель. Макроэкономическая статистика из США сегодня будет представлена данными по заказам на товары длительного пользования и продажам новостроек за сентябрь.

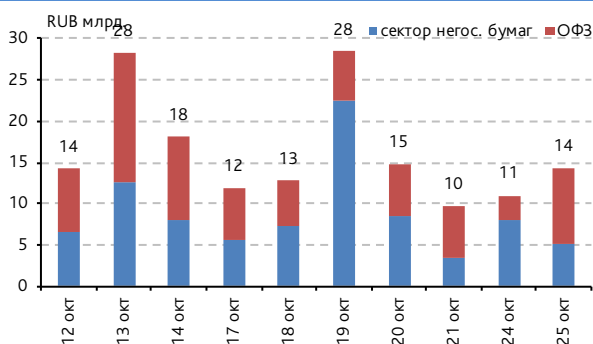
Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

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



Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	17.0%
от 1 до 1.5 лет	11.1%
от 1.5 до 2 лет	1.1%
от 2 до 3 лет	17.9%
от 3 до 5 лет	29.0%
> 5 лет	23.9%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.26%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.95%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.29%	6.5
Банки	8.05%	1.5
Корп 1 эшелон	7.75%	2.5
Корп 2 эшелон	8.82%	2.0

Минфин решил «прощупать почву» на первичном рынке, размещая RUB10 млрд. 4-летнего выпуска – возможно размещение до половины из предлагаемого объема с учетом вчерашних нерезидентских покупок в длине

Вчерашнее локальное улучшение конъюнктуры на внешних рынках, не обошедшее стороной рынок commodities, повлекло за собой покупки в рублевом долге. Спросом пользовались ОФЗ по всей длине суверенной кривой, сместившейся на 10-30 бп ниже своего положения в понедельник. Собственно, из RUB14 млрд. оборота в рублевых выпусках (без учета РЕПО) на сегмент госбумаг пришлось RUB9 млрд. В свою очередь около трети из них пришлось на сделки со средними/длинными выпусками **ОФЗ 26204** (+40 бп по цене, YTM 8.38%) и **ОФЗ 25077** (+74 бп, YTM 8.09%), где, по словам участников рынка, присутствовал выраженный нерезидентский спрос. Покупки на ближнем конце рублевой суверенной кривой шли со стороны локальных игроков.

Сегодня после многонедельного перерыва Минфин решил вернуться на первичный рынок: на аукционе ведомство вместо запланированного в соответствии с графиком на 4К 2011 г. размещения RUB10 млрд. 7-летнего **ОФЗ 26204** предложит аналогичный объем 4-летнего **ОФЗ 25079** (дюрация 3.2 года). Озвученный ориентир находится в диапазоне 7.90-7.95%, а средневзвешенная доходность выпуска по итогам вчерашних торгов составила 7.94%. Мы не склонны ожидать спроса на весь предлагаемый объем, однако с учетом вчерашнего интереса со стороны участников-нерезидентов в среднем и длинном сегментах кривой можно ожидать размещения до половины предложения ведомства. В целом рыночная активность пока останется скованной, учитывая пиковую с июля 2009 г. напряженность с ликвидностью, а также то, что уже в конце недели последует ее новое сжатие – уплата налога на прибыль в пятницу оттянет еще RUB190-210 млрд.

ВЭБ-Лизинг озвучил ориентиры по новому выпуску облигаций; предложение может заинтересовать инвесторов ближе к верхней границе ориентиров

ВЭБ-Лизинг вчера открыл книгу заявок инвесторов на покупку 8-й серии облигаций на сумму RUB5 млрд. Индикативный купон по 10-летним бумагам составляет 9.0-9.5%, что предполагает УТР 9.20-9.73% к 3-летней оферте. Книга заявок будет формироваться до 27 октября текущего года, а техническое размещение назначено на 1 ноября 2011 г.

Озвученные ориентиры подразумевают премию к кривой ОФЗ на уровне 150-200 бп, что, на наш взгляд, выглядит привлекательно ближе к верхней границе, поскольку обеспечивается неплохая премия к вторичному рынку. Так, относительно ликвидный выпуск **ВЭБ-Лизинг-5** в начале этой недели торговался с доходностью УТР 9.4-9.7% к оферте через 4.5 года, предлагая 120-150 бп к суверенной кривой. Впрочем, не исключено, что короткий срок формирования книги заявок вызван не только высокой волатильностью на финансовых рынках, но и возможным предопределением круга инвесторов. Поэтому вполне вероятно, что при отсутствии внешних потрясений книга будет закрыта по нижней границе ориентиров.

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

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



Денежный рынок

События денежного рынка

26 окт	Поступление средств ФБ на депозиты (RUB80 млрд., 84 дня)
26 окт	Возврат Минфину RUB64.8 млрд. бюджетных средств с депозитов
26 окт	Аукцион ОФЗ 25079 на RUB10 млрд.
27 окт	Аукцион ВЭБа по размещению пенсионных средств (RUB20 млрд., 152 дня)
28 окт	Уплата налога на прибыль за сентябрь (до RUB220 млрд.)
2 ноя	Возврат Минфину RUB97.2 млрд. бюджетных средств с депозитов

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.50	4.50	6.00	4.50/5.25
2-й круг	5.25/5.75	5.50	6.00	5.00/5.75

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.50	5.75-6.00	4.50-5.25

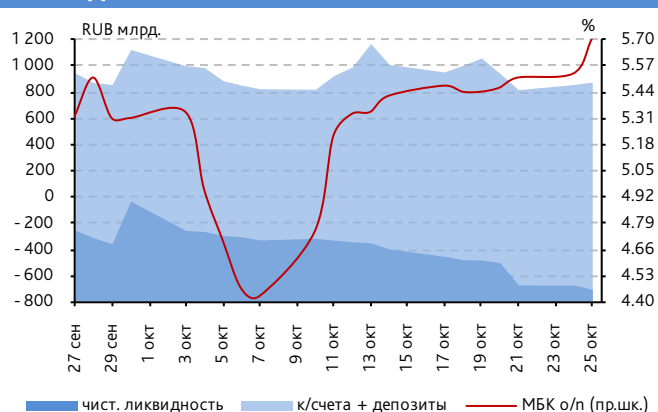
Чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ по итогам вторника вернулась к уровням июля 2009; привлечение банками средств на недельном аукционе РЕПО с ЦБ сопоставимо с размером уплаты налога на прибыль в пятницу – до конца месяца напряженности на money market, как мы думаем, больше не последует

Расчеты по НДС и акцизам вчера, оттянувшие, по нашим оценкам, до RUB220 млрд. ликвидности, обеспечили ажиотажный спрос на ликвидность от ЦБ. На аукционе прямого РЕПО с ЦБ банки заняли RUB500.7 млрд. однодневных денег при выставленном регулятором лимите в RUB700 млрд. Такой уровень спроса на однодневное аукционное РЕПО с Центробанком соответствует периоду конца января 2009 г. Столь существенное увеличение банками обязательств перед ЦБ обусловили сокращение чистой ликвидной позиции до -RUB883.9 млрд.

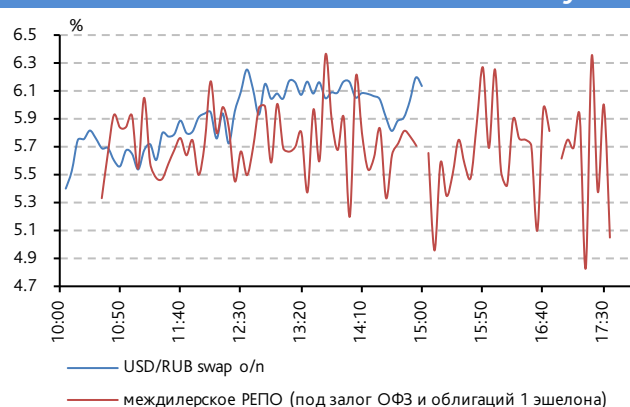
Традиционный ажиотажный спрос присутствовал вчера и на аукционах Минфина (с возвратом размещаемых средств в январе следующего года), куда участники пошли за рефинансированием накануне сегодняшнего возврата RUB65 млрд. бюджетных средств с депозитов. Предъявленный спрос на размещаемые ведомством RUB80 млрд. составил RUB136.5 млрд. (соответствует bid-to-cover на уровне 1.7x), отсечение проходило на 120 бп выше минимальной ставки в 6.60%, размещение – на 130 бп (7.90%). В итоге из 11 участвовавших кредитных организаций были удовлетворены заявки лишь от двух, причем одна из них привлекла бюджетную ликвидность под 8.02%.

Неудовлетворенный спрос на данном размещении трансформировался на МБК, который демонстрировал повышенные ставки и на фоне значительного объема спроса после первой сессии аукционного РЕПО с ЦБ (из общего привлечения в RUB500.7 млрд. на второй сессии банки взяли RUB108 млрд.). В итоге привлечение в овернайт для банков первого круга внутри дня обходилось в 5.75-6.0%, снизившись до 4.50-5.25% на конец вторника. Стоимость однодневной ликвидности на междилерском РЕПО при этом существенно не повышалась – сделки под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона вчера в среднем шли по 5.60-5.70%, т.е. на 10-15 бп выше уровней понедельника.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



С учетом того, что на аукционе недельного РЕПО банки заняли у ЦБ RUB206.3 млрд., которые поступят сегодня, можно рассчитывать на то, что кредитные организации тем самым создали запас ликвидности в преддверии расчетов по налогу на прибыль в пятницу. Платеж завершит октябрьский налоговый период, потребовав, по нашим оценкам, RUB190-210 млрд. средств. Таким образом, в оставшуюся часть месяца мы не ожидаем всплеска напряженности в ставках money market и полагаем, что вчерашний день стал самым «горячим» с точки зрения обстановки с внутренней ликвидностью/ставками в октябре.



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

 Кредитные комментарии

ТНК-ВР показала сильные финансовые результаты по US GAAP за 9М 2011 и подтвердила свое высокое кредитное качество; фундаментально евробонды выступают хорошей альтернативой бумагам Лукойла и Новатэка; в актуальную категорию защитных активов попадает только выпуск TNK-BP 12

Вчера ТНК-ВР первой из российских нефтяных компаний представила международную отчетность по итогам 9М 2011 г., правда пока в форме презентации.

КОММЕНТАРИЙ

ТНК-ВР значительно улучшила финансовые и операционные показатели за 9М 2011 г. Несмотря на увеличение совокупного долга на 10% с начала года, кредитный профиль компании стал еще более сильным. Рост добычи углеводородов в годовом выражении составил 2.1% – добыча на новых месторождениях (Вехнчонском, Уватских) позволила компенсировать снижение добычи на зрелых месторождениях Западной Сибири.

EBITDA компании выросла на 52% в годовом выражении. Рост объясняется в основном увеличением цены на нефть на 44% и меньшим (по сравнению с ценой на нефть) темпом роста тарифов и операционных затрат. По этой же причине EBITDA margin выросла на 22.5% до 24.7%.

За 9М 2011 г. компания направила денежные средства на капитальные вложения (USD3.5 млрд.), выплату дивидендов (USD4.4 млрд.), погашение долга (USD0.8 млрд.), M&A сделки (USD0.5 млрд.), а также на увеличение запаса ликвидности (USD0.3 млрд.). Источниками средств послужили операционный денежный поток (USD8 млрд.) и синдицированный кредит (USD1.5 млрд.), привлеченный под низкую ставку LIBOR+130 бп. На наш взгляд, очень щедрая по российским меркам дивидендная политика в текущих условиях не оказывает негативного влияния на кредитный профиль ТНК-ВР при сверхкомфортной динамике операционного денежного потока и очень низкой долговой нагрузке. Так, показатель «Долг/EBITDA» снизился с начала года с 0.7х до 0.6х. Отношение «Долг/Собственный капитал» составляет 0.2х по сравнению с 0.4х в начале года. Мы не ожидаем увеличения долговой нагрузки компании в ближайшей перспективе.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТНК-ВР

US GAAP, USD млрд.	9М 10	2010	9М 11*	9М 11/9М 10
Выручка	32.1	44.6	44.5	38%
EBITDA	7.2	10.4	11.0	52%
Чистая прибыль**	3.9	5.8	6.8	75%
Чистый операционный денежный поток	6.9	9.7	8.0	15%
Капвложения, дивиденды и M&A	5.2	8.7	8.4	61%
Свободный денежный поток	4.3	6.2	4.5	6%
Совокупный долг, в т.ч.	6.3	7.1	7.8	23%
краткосрочный долг	1.0	1.1	1.1	10%
Денежные средства и эквиваленты	1.9	1.8	2.2	16%
Активы	31	33	н.д.	н.д.
Показатели				
EBITDA margin (%)	22.5%	23.3%	24.7%	
EBITDA/проценты (x)	39	43	н.д.	
Долг/EBITDA (x)	0.7	0.7	0.6	
Чистый долг/EBITDA (x)	0.5	0.5	0.4	
Долг/Собственный капитал (x)	0.3	0.4	0.2	

* на основе презентации менеджмента

** чистая прибыль к распределению мажоритарным акционерам

Источники: данные компании, НБ «Траст»

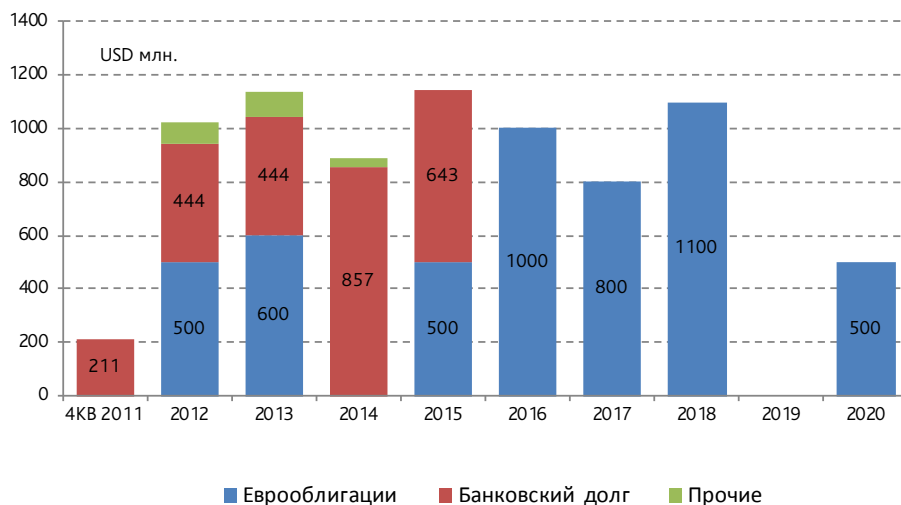
График погашения долга компании является очень равномерным. В случае увеличения инвестиционной программы и сохранения высоких дивидендных выплат, компании, возможно, придется рефинансировать погашаемый долг. Однако с учетом сильного кредитного профиля мы не считаем это риском для ТНК-ВР.

Средне- и долгосрочные еврооблигации ТНК-ВР торгуются со спредами 25-50 бп к бумагам Лукойла, которые в свою очередь торгуются на одной кривой с Газпромом. Выбирая между еврооблигациями Лукойла и ТНК, мы, наверное, предпочли бы бумаги последней. Выпуск **TNK-BP 16** торгуется с премией около 75 бп к **Novatek 16**. На наш взгляд, этот спред едва ли обоснован фундаментальными факторами, поскольку Novatek по сравнению с ТНК-ВР является менее устоявшейся компанией с более высокой долговой нагрузкой. **Novatek 21** торгуется на одной кривой с ТНК-ВР. Другое

ТНК-ВР	Вaa2/BBB-/BBB-
US GAAP, 9М 2011	
Выручка, USD млрд.	44.5
EBITDA margin	25%
Долг/EBITDA	0.6

дело, что под все еще актуальную сейчас категорию защитных активов из всех выпусков российского сектора Oil&Gas сейчас подпадает только короткий **TNK-BP 12**.

ДИАГРАММА. ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ДОЛГА ТНК-ВР



Источник: НБ «Траст»

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

Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru



Розничные банки штурмуют первичный рынок: ОТП Банк размещает рублевые биржевые облигации, а Банк Русский Стандарт планирует выпустить еврокоммерческие бумаги в долларах; предложение от последнего выглядит более привлекательно

КОММЕНТАРИЙ

Вчера ОТП Банк объявил о намерениях разместить сразу два выпуска биржевых облигаций. Другой розничный банк – Банк Русский Стандарт (БРС) провел телеконференцию с инвесторами с намерениями разместить еврокоммерческие бумаги.

ОТП Банк предлагает биржевые облигации серий **БО-2, 3** на сумму RUB10 млрд. Срок обращения бумаг составит 3 года, также подразумевается оферта через год. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 10.0-10.5%, что предполагает УТР 10.25-10.78%. Заметим, что книга заявок на покупку бондов будет открыта только два дня: с 31 октября по 1 ноября 2011 г.

Озвученные ориентиры предполагают премию к кривой ОФЗ 375-430 бп. Верхняя граница диапазона по доходности, на наш взгляд, более адекватно отражает риски розничного банка и включает премию за предложение существенного объема облигаций. Другие выпуски ОТП Банка, к сожалению, неликвидны и не могут служить рыночным ориентиром. Чуть более длинные облигации ХКФ-Банка торговались в начале этой недели с УТР 9.0-10.0%. В то же время напомним, что Банк Русский Стандарт недавно доразмещал рублевые облигации на вторичном рынке по УТМ 10.0% к погашению через полгода.

Кредитное качество ОТП Банка мы оцениваем как довольно устойчивое, но основным риском, на наш взгляд, является зависимость от материнского банка в свете возрастающих проблем в европейских странах, и Венгрии в частности (см. наш «Навигатор долгового рынка» от 6.10.2011). Так, по данным отчетности российского банка по МСФО за 2010 г., объем обязательств перед материнской группой превысил 23% от всех заемных средств. И, кроме того, венгерская группа последовательно поддерживает российскую дочку, предоставляя дополнительный капитал.

ОТП Банк	Ва1/NR/BB
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, RUB млрд.	77.5
NIM	17.9%
NPLs (+90 дней)	13.3%

Банк Русский Стандарт, по сведениям Интерфакса, планирует выпустить еврокоммерческие бумаги (ЕСР), номинированные в долларах, с ориентировочным сроком погашения через полгода. Предполагаемая доходность бумаг составляет YTM 8.75-9.00%, однако точные детали сделки пока не были озвучены.

Ранее представители банка озвучивали намерения разместить бумаги на срок не более года, при этом объем выпуска будет зависеть от рыночного спроса. По данным Интерфакса, банк на днях погасил выпуск ЕСР на USD100 млн., поэтому не исключено, что круг инвесторов уже отчасти сформирован и сделка нацелена на рефинансирования выпуска.

Впрочем, в случае достоверности озвученных ориентиров по доходности, предложение выглядит для рыночных условий очень привлекательно, тем более что бумаги номинированы в долларах. Инвестиции интересны, несмотря на предположительно низкую ликвидность бумаг из-за небольшого объема выпуска на вторичном рынке, в качестве короткой инвестиции до погашения. Так, доходность в YTM 8.75-9.00% на диапазоне 6 месяцев в долларах обеспечивает премию к кривой свопов на уровне 810-835 бп., что является довольно щедрой премией на столь коротком сроке.



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

БРС	Вa3/B+/B+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	96.4
NIM	16.2%
NPLs (+90 дней)	5.0%

Игорь Ким закрыл сделку по покупке «дочки» Barclays Bank в России; после появления ряда деталей подтверждаем мнение о позитивном оттенке новости для Ренессанс Кредита; евробонд RenCap 13 – интересная высокорисковая инвестиция до погашения

КОММЕНТАРИЙ

Сегодня все ведущие российские деловые СМИ написали о том, что банкир Игорь Ким закрыл сделку по покупке основной части российского бизнеса Barclays Bank. Как пишут Ведомости, соглашение было подписано в понедельник, 24 октября.

Мы подробно освещали новость в «[Навигаторе долгового рынка](#)» от 21.10.2011 после появления первых фактов в газете «Коммерсант». Мы пришли к выводу, что новость имеет позитивную кредитную окраску для розничного банка Ренессанс Кредит, который считался основным претендентом на актив, но выбыл из гонки. Сегодня в газете «Ведомости» приводятся любопытные детали, еще больше укрепляющие нас в этом мнении. Самая главная из них заключается в том, что со ссылкой на свои источники издание пишет, что Ким мог заплатить за актив примерно 0.4 BV, в то время как переговорная цена от Ренессанса была почти в 2 раза выше – 0.7 BV. По имевшейся у нас информации мы исходили из противоположных ценовых ориентиров.

Как кредитных аналитиков нас радует тот факт, что более RUB3.5 млрд. денежной ликвидности Ренессанса остались в банке и не ушли на покупку актива, ценность которого в текущих условиях представляется нам сомнительной. Более подробная аргументация приведена в пятничном «Навигаторе долговых рынков».

Мы считаем, что покупка коротких еврооблигаций **RenCap 13** оправдана даже в текущих волатильных условиях в качестве инвестиции до погашения. Вполне возможно, что бонд может еще показать понижающую ценовую динамику, однако нам кажется весьма щедрым предложение зафиксировать менее чем на 1.5 года эффективную доходность более 15% в долларах. Заметим, что с пятницы индикативная цена сделок в инструменте подтянулась с 93.5-94.0% до 95.0-95.5%. Текущий bid/ask спред составляет 3 п.п. Оговоримся, что инструмент малоликвиден и не подходит в качестве спекулятивной бумаги.



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

Ренессанс Кредит	В3/В/В
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	36.5
NIM	11.7%
NPLs (+90 дней)	5.4%

Tele2 AB в понедельник опубликовала отчетность по МСФО российского подразделения; долговая нагрузка снизилась; нейтрально относимся к рублевым облигациям компании

Вслед за частичными операционными результатами шведская телекоммуникационная компания Tele2 AB опубликовала полную отчетность своего российского подразделения по МСФО за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные результаты Tele2 Russia в разрезе его вклада в консолидированные показатели всей группы мы уже анализировали в «Навигаторе долгового рынка» от 20.10.2011. В дополнение к опубликованным ранее данным также интересна динамика чистого операционного денежного потока компании: за год этот показатель практически не изменился, находясь по итогам 9М 2011 г. на уровне около SEK2.3 млрд. (порядка USD350 млн.), тем не менее в квартальном выражении чистый операционный денежный поток продемонстрировал очень хороший рост, более чем на 40%. Несмотря на то, что в 3К 2011 г. Tele2 Russia существенно увеличила капитальные затраты, собственных денежных средств компании оказалось достаточно для их финансирования.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ TELE2 RUSSIA

МСФО, SEK млрд.	9М 10	2010	9М 11	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	7.5	10.1	8.5	5%	13%
EBITDA	2.7	3.6	3.3	8%	22%
Чистая прибыль	1.5	1.9	1.8	9%	20%
Чистый операц. денежный поток	2.3	2.9	2.3	43%	-2%
Капвложения и M&A	1.2	1.9	1.2	26%	-7%
Свободный денежный поток	1.4	1.4	1.1	65%	-19%
Совокупный долг, в т.ч.	14.0	14.4	5.8	-12%	-59%
краткосрочный долг	0.5	0.7	0.1	-82%	-76%
Денежные средства и эквиваленты	0.1	0.2	0.2	-2%	86%
Активы	9	10	10	-4%	2%
Показатели					
EBITDA margin	36%	35%	39%		
EBITDA/проценты	6.4	6.0	7.6		
Долг/EBITDA*	4.0	4.1	1.4		
Чистый долг/EBITDA*	3.9	4.0	1.3		
Долг/Собственный капитал	< 0	< 0	3.3		

* значение EBITDA за последние 12 месяцев

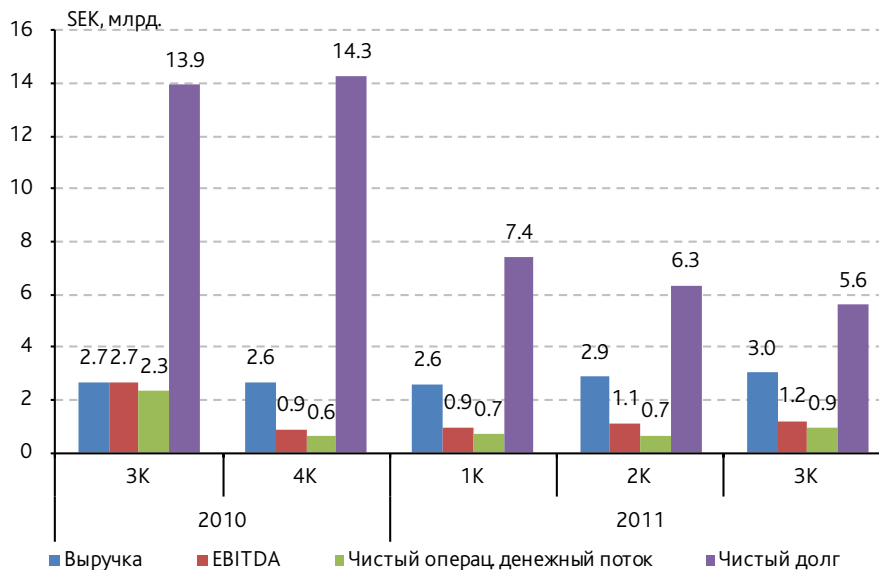
Источник: данные компании, НБ «Траст»

Главной новостью опубликованной отчетности стало существенное снижение совокупного долга компании: во 2К текущего года материнская структура, Tele2 AB, произвела взнос в акционерный капитал компании в размере SEK6 млрд. за счет списания долга «дочки» перед головной компанией. Таким образом, совокупный долг Tele2 Russia по итогам 9М 2011 г. составил всего SEK5.8 млрд. (около USD890 млн.), из которого только половина теперь приходится на кредиты от материнской компании. Остальная часть долга – рублевые облигации совокупным объемом RUB13 млрд. Долговая нагрузка Tele2 Russia по показателю «Чистый долг/EBITDA» снизилась до 1.3х, т.е. существенно ниже озвучивавшегося на среднесрочную перспективу уровня в 1.75х. По нашим оценкам, при сохранении текущей тенденции уже к концу года компания выйдет на комфортный для себя уровень долговой нагрузки в 1.25х.

Рублевые облигации Tele2 Russia существенно потеряли в ликвидности в последние месяцы, а индикативная доходность по этим бумагам находится на уровне кривой рублевых облигаций Вымпелкома. Мы считаем этот уровень минимально справедливым для бумаг Tele2 Russia и не ожидаем от них опережающей рынок динамики.

Tele2 Russia	Fitch: BB+
МСФО, 9М 2011	
Выручка, SEK млрд.	8.5
EBITDA margin	39%
Долг/EBITDA	1.4

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ TELE2 RUSSIA



Источник: данные компании, НБ «Траст»



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

Лукойл подтвердил инвестиционную программу в размере USD100 млрд. на ближайшие 10 лет, а также опроверг сведения о продаже Одесского НПЗ; новости нейтральны для кредитного профиля; облигации к покупке не рекомендуем

Вчера президент Лукойла Вагит Алекперов провел встречу с журналистами, на которой рассказал об инвестиционных планах компании.

КОММЕНТАРИЙ

Во-первых, президент Лукойла подтвердил, что планируемый объем инвестиционной программы на следующие 10 лет составит около USD100 млрд. (анализ влияния на кредитный профиль компании приводится в «Навигаторе долгового рынка» от 14.10.2011). Напомним, что такой размер инвестиционной программы компании по силам и, по нашим оценкам, не приведет к ухудшению кредитного профиля.

Большая часть средств будет инвестирована в сегмент разведки добычи, в первую очередь на месторождения в Ираке, Центральной Азии, Северном Каспии. Кроме того, USD12 млрд. инвестиций будет направлено на развитие газовых активов – компания планирует увеличить добычу газа примерно в 3 раза.

Во-вторых, президент компании опроверг сведения о продаже Одесского НПЗ (см. «Навигатор долгового рынка» от 21.10.2011), о которой ранее сообщали в деловые СМИ. Предполагаемая сделка не оказывала заметного влияния на кредитный профиль компании.

Еврооблигации Лукойла торгуются на одной кривой с Газпромом и не предполагают в текущих условиях интересных торговых идей. Рублевые облигации Лукойла торгуются с премией 40-50 бп к выпуску Газпрома, что, на наш взгляд, более чем справедливо сейчас.



Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru

Лукойл	Ваа2/BBB-/BBB-
US GAAP, 1П 2011	
Выручка, USD млрд.	64.5
EBITDA margin	16%
Долг/EBITDA	0.6

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
21 окт	СЗКК-4	5.00	11.15%	20	11.46%
21 окт	СЗКК-3	5.0	11.15%	20	11.46%
18 окт	Номос-Банк-26о	5.0	8.00%	2*	8.16%
18 окт	ОТКРЫТИЕ ФК-1	5.0	9.00%	3	9.20%
7 окт	Платежные системы-1	0.4	8.25%	20	8.07%
4 окт	ВЭБ-10	15.0	8.50%	5*	8.68%
3 окт	АТЭК-2	0.3	11.00%	1	11.29%
29 сен	ВостЭкспресс-26о	2.0	10.50%	1*	10.77%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-Б	1.7	3.00%	32	3.03%
21 сен	ВТБ 24-ЗИП-А	3.3	9.00%	32	9.31%
14 сен	ЮниКредит Банк-ЗИП	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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	н.д.	5
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*
31 окт	РТК-1	0.3	н.д.	2
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	9.0-9.5%	3*
3 ноя	ОТП Банк-26о	6.0	10.0-10.5%	1*
3 ноя	ОТП Банк-36о	4.0	10.0-10.5%	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
28 окт	БашНефть-1	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БашНефть-2	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БашНефть-3	15.0	12.50%	12.50%	1*
28 окт	БИН Банк-2	1.0	8.85%	8.85%	1*
3 ноя	ЕАБР 3	5.0	10.50%	7.50%	2*
3 ноя	Югинвестрегион	0.9	13.75%	8.90%	2*
11 ноя	Мечел-016о	5.0	12.50%	н.д.	1
16 ноя	ВнешПромБанк	1.5	9.00%	н.д.	1
21 ноя	ПеноПлэкс-2	2.5	14.00%	14.00%	3
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	н.д.	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	н.д.	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-26о	1.5	16.50%	н.д.	2
30 ноя	ВнешПромБанк-16о	3.0	9.30%	н.д.	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	н.д.	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3

* срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
26 окт	Иркутская Обл-315	0.3
27 окт	Газпром-08	5.0
27 окт	РФЦ Лизинг	0.0
31 окт	Ханты-МансийскийБанк-1	3.0
2 ноя	Протек	5.0
4 ноя	Терна-2	1.5
4 ноя	РФА Инвест-1	0.6
9 ноя	Зенит Банк-3	3.0
17 ноя	ПарнасМ-2	1.0
17 ноя	РосТелеком-02	0.4
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
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
16 ноя	MDM 11E	EUR	300
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250

РУКОВОДИТЕЛЬ ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Петр Макаров

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@trust.ru

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намеревались 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 являющимися 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 данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.