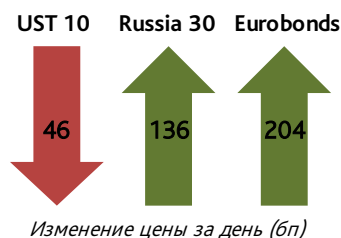


Навигатор долгового рынка

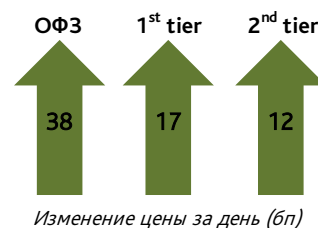
Глобальные рынки и еврооблигации

- ФРС установила новые условия по своповым линиям с ключевыми центробанками, снизив ставку по предоставляемой долларовой ликвидности до USD OIS+50 бп; следствием решения должно стать прекращение роста коротких долларовых ставок
- Итоги торгов по еврооблигациям:** резкий скачок котировок, в фаворитах рынка – Газпром и Вымпелком; Russia 30 прибавил почти полторы «фигуры»; советуем следить за динамикой commodities в течение дня с возможностью покупок в долгосрочных ликвидных бумагах
- Открытие торгов по еврооблигациям:** спрос на риск сохраняется, но резкого роста уже нет; нефть откатилась с максимумов среды; ждем нейтрального открытия; в фокусе – выступления Саркози и Драги, аукционы по госбумагам Испании и Франции
- Газпромбанк доразместил EUR45 млн. еврооблигаций с YTM 4.375% к погашению через 2 года, увеличив объем выпуска до CHF420 млн.; бумаги малоликвидны
- Интерфакс:** Газпромбанк собирает заявки на 5-летние евробонды в долларах с доходностью от 7%; предложение выглядит очень щедрым



Рублевые облигации и денежный рынок

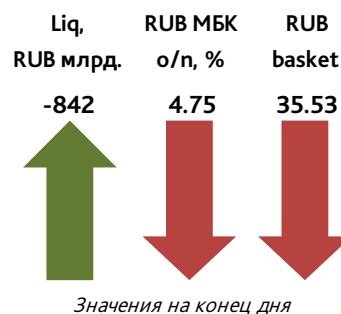
- Рублевый рынок:** рост котировок в долгосрочных бумагах на фоне повышенной активности; ОФЗ 26204 и 26206 подорожали примерно на «фигуру»
- Ликвидность** сектора выросла благодаря бюджетным расходам; ставки МБК по итогам четверга снизились на 25–50 бп



Кредитные комментарии

- Сбербанк** опубликовал крепкие финансовые результаты за 9М 2011 по МСФО, продемонстрировав стремительный рост кредитного портфеля в 3К 2011 при увеличении чистой процентной маржи и высоких показателях рентабельности
- Северсталь** выделяет Nordgold; консолидированные показатели несколько пострадают, но прямого негативного влияния на кредитоспособность компании сделка не окажет
- ТНК-ВР** планирует значительно повысить эффективность эксплуатации зрелых месторождений и снизить темп падения их добычи; мы позитивно оцениваем стратегию компании
- Финансовое положение **Ренова-СтройГруп** улучшилось по итогам 1П 2011, хотя высокая долговая нагрузка сохраняется; облигации могут быть интересны инвесторам с высоким аппетитом к риску
- Представители **БТА** и фонда **Самрук-Казына** озвучили ряд заявлений о восстановлении бизнеса банка; инвесторы позитивно отреагировали на новость; ожидаем дальнейшего развития событий
- Русал** получил кредит от **Сбербанка** объемом RUB18.3 млрд. на 5 лет на рефинансирование долга; Сбербанк укрепил свои позиции главного кредитора Русала; рублевые бонды Русала – самые доходные среди бумаг металлургического сектора
- Новатэк** завершил сделку по покупке 100% доли в **Газпром Межрегионгаз Челябинск**; сделка нейтральна для Новатэка и его бондов

Индикаторы FX/ММ



Российская макроэкономика

- Прогноз **МЭР России** по **ВВП-2011** повышен до 4.5%, по **оттоку капитала** – до USD80 млрд.; считаем, что инвестиционный климат не изменится

Макроцифра

4.5% – прогноз ВВП на 2011 (Минэк)

Последние обзоры

- 29 ноября Альянс Ойл: перевал пройден
- 28 ноября Новый Ломбардный список от ЦБ РФ: RUB230 млрд. возможностей
- 23 ноября Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина
- 22 ноября Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта
- 17 ноября Uranium One: второй эшелон по цене первого

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

12:00	Выступление главы ЕЦБ М. Драги в Европарламенте
13:00	Индекс деловой активности PMI в промышленности в еврозоне за ноябрь
13:30	Итоги аукционов по госбумагам Испании с погашением в 2015–2017 гг.
14:00	Итоги аукционов по госбумагам Франции с погашением в 2017–2041 гг.
14:00	Выступление президента Н. Саркози по вопросу создания «союза стабильности»
19:00	Индекс деловой активности ISM Manufacturing в США за ноябрь

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	283	-21
UST10	▲	2.06	+0.05
Russia 30–UST 10	▼	229	-27
EUR/USD	▲	1.3441	+0.8%
Oil (Brent)	▼	110.5	-0.4%
VIX	▼	27.8	-2.84

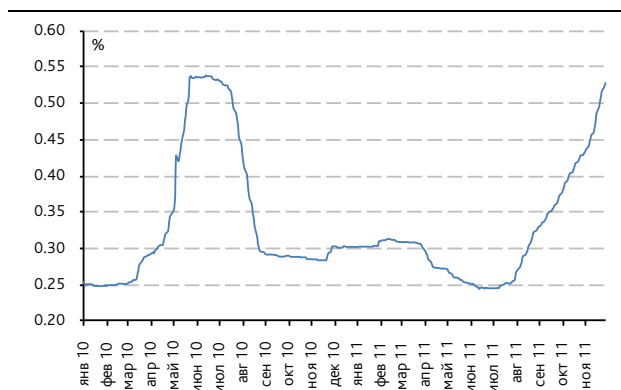
ФРС установила новые условия по своповым линиям с ключевыми центробанками, снизив ставку по предоставляемой долларовой ликвидности до USD OIS+50 бп; следствием решения должно стать прекращение роста коротких долларовых ставок

Ключевым «спонсором» вчерашнего ралли в рискованных активах стало обнародование обновленных соглашений ФРС с ключевыми центробанками о предоставлении долларовой ликвидности. Напомним, что ФРС имеет соответствующие договоренности с ЕЦБ, Банком Англии, Национальным Банком Швейцарии, ЦБ Японии и ЦБ Канады. Данный инструмент был запущен американским центробанком в острую кризисную фазу 2008–2009 гг. для предоставления короткого долларового фондирования основным центральным банкам с тем, чтобы они удовлетворяли потребности в долларах в национальных банковских системах.

Второе рождение своповые линии получили в мае 2010 г., когда пиковые обострения вокруг долговых проблем Греции и возникшая напряженность на европейском money market обусловили нехватку долларовой ликвидности. Это в свою очередь трансформировалось в рост коротких долларовых ставок (см. диаграмму 1). Совершенно аналогичная ситуация наблюдается и в последние недели, что ведет к каждодневному обновлению локальных максимумов в 3-мес. долларовом LIBOR.

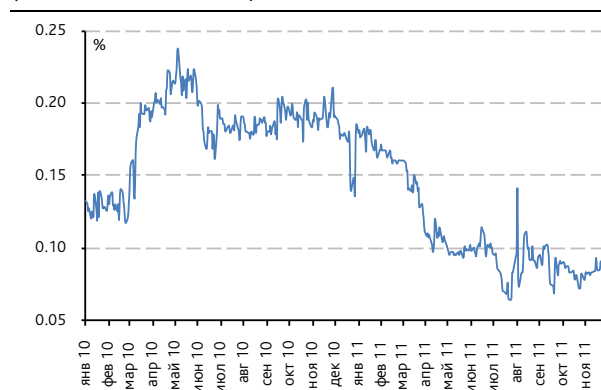
Собственно ЕЦБ исторически выступает основным контрагентом американского ЦБ по обсуждаемому механизму. Как раз на вторую половину мая 2010 г. и пришелся пик предоставления долларов в рамках валютного свопа между ФРС и ЕЦБ (USD9.21 млрд.). По данным ФРБ Нью-Йорка, на конец недели до 23 ноября обязательства ЕЦБ по долларам перед ФРС составляют EUR2.3 млрд., и это максимум для 2011 г. Средства, получаемые от ФРС, ЕЦБ размещает на аукционной основе. 7-дневные аукционы по предоставлению долларовой ликвидности европейский регулятор проводит еженедельно по средам.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА 3-МЕС. СТАВКИ LIBOR USD, ЯНВАРЬ 2010 – НОЯБРЬ 2011



Источник: Bloomberg

ДИАГРАММА 2. ДИНАМИКА 1-НЕДЕЛЬНОГО ДОЛЛАРОВОГО MID-СВОПА НА ИНДЕКС ОВЕРНАЙТ (USD OIS SPOT/WEEK), ЯНВАРЬ 2010 – НОЯБРЬ 2011



Источник: Bloomberg

Заметим, что соглашения о своповых линиях ФРС по сложившейся практике устанавливает на срок, по истечении которого они пролонгируются. Последний раз ФРС заключало их 29 июня текущего года со сроком действия до 1 августа 2012 г. Вчерашнее решение, таким образом, являлось внеплановым, надо понимать, что в связи с изменением условий предоставления средств. С 5 декабря ФРС будет предоставлять доллары по ставке USD OIS+50 бп, тогда как ранее ликвидность предоставлялась по ставке, предполагающей премию в 100 бп к ставке свопа на индекс овернайт (содержательно являющегося валютно-процентным свопом со

ставкой овернайт в качестве фиксированной). На диаграмме 2 мы привели динамику соответствующей недельной ставки, в связи с тем, что данная срочность является наиболее востребованной со стороны ЕЦБ.

Мотивация решения ФРС о смягчении условий долларового кредитования центробанков очевидна: ситуация в еврозоне непрерывно подталкивает короткие ставки в USD вверх при том, что никакого фундамента в США для их роста нет. Безусловно, действие американского регулятора должно стимулировать спрос на доллары со стороны банков на соответствующих аукционах ЕЦБ и тем самым снизить ажиотаж на межбанковском рынке. Следующий аукцион ЕЦБ по предоставлению USD-ликвидности пройдет в среду, 7 декабря.

Итоги торгов по еврооблигациям: резкий скачок котировок, в фаворитах рынка – Газпром и Вымпелком; Russia 30 прибавил почти полторы «фигуры»; советуем следить за динамикой commodities в течение дня с возможностью покупок в долгосрочных ликвидных бумагах

Российские еврооблигации в среду продемонстрировали бурный рост котировок на фоне решения группы центробанков по снижению долларовых свопов. Основная активность сосредоточилась при этом в корпоративном сегменте, где оборот почти вдвое превысил среднегодовой уровень и составил USD41 млн. Рост котировок по отдельным бумагам, в частности долгосрочным выпускам Газпрома и Вымпелкома, достигал нескольких «фигур». В целом по рынку дневной оборот составил USD87 млн., что лишь немногим больше среднего за год показателя.

Среди еврооблигаций нефтегазовых компаний особо отметим **Gazprom 34** и **Gazprom 37**, подскочившие на 2.2–2.6 п.п. Длинные евробонды Лукойла подорожали на 1.2–1.4 п.п., а ТНК-ВР – на 1.1–1.5 п.п. Во втором эшелоне лидерами роста стали длинные выпуски Вымпелкома – рост котировок составил 2.2–3 п.п. Долгосрочные евробонды Алросы, Евраза, Северстали и ТМК в среднем прибавили за день более 1 п.п. В банковском секторе существенный рост котировок был замечен в бумагах ВЭБа (+1.5–1.6 п.п.), Сбербанка (+0.8–1.4 п.п.), ВТБ (+1–1.3 п.п.) и Альфа-Банка (+1.2–1.3 п.п.). Около 60 бп прибавили выпуски **GazpromBank 14** и **GazpromBank 15**.

Суверенные российские еврооблигации непрерывно поднимались в цене в течение всего дня и в итоге прибавили 1.4 п.п. до 117.95% от номинала. Спред **Russia 30-UST10** сузился за день почти на 30 бп до 229 бп. Лучшую динамику из суверенных бумаг стран СНГ показали украинские еврооблигации. Котировки на дальнем конце суверенной кривой Украины поднялись на 1.5–2 п.п. В тоже время резкий скачок спроса на риск почти никак не отразился на суверенных выпусках Беларуси, **Belarus 15** и **Belarus 18**, которые прибавили не более 20 бп.

Вчерашний рост котировок евробондов, ведомый усилением спроса на все категории рискованных активов, пока не дает нам достаточных оснований рекомендовать агрессивные покупки. На текущий момент в ценах commodities мы видим откат от вчерашних максимумов. Вместе с тем вчерашнее движение вполне может рассматриваться участниками рынка как старт «предновогоднего ралли» – традиционной декабрьской идеи рынков. При возобновлении покупок в commodities внутри дня с движением выше максимумов вчерашней сессии мы считаем возможным формирование длинных позиций в ликвидных выпусках евробондов. В частности, стоит обратить внимание на следующие выпуски: **Gazprom 34**, **Gazprom 37**, **VimpelCom 22**, **Evrz 18N**, **SeverStal 16** и **SberBank 21**.

Открытие торгов по еврооблигациям: спрос на риск сохраняется, но резкого роста уже нет; нефть откатилась с максимумов среды; ждем нейтрального открытия; в фокусе – выступления Саркози и Драги, аукционы по госбумагам Испании и Франции

Действия ряда центробанков по ослаблению напряженности с долларом фондированием, а также данные по рынку труда США от компании ADP (оказавшиеся намного лучше прогнозов) были отыграны большинством рынков еще накануне. Исключением является фондовая Азия: сегодня с утра индексы здесь демонстрируют повышательную «догоняющую» динамику (японский **Nikkei 225** прибавляет 1.9%). Между тем фьючерс на **S&P 500** снижается примерно на 0.2%, а баррель Brent откатился со вчерашних максимумов и торгуется на уровне USD111. Мы полагаем, что российский рынок еврооблигаций начнет торги четверга нейтральной динамикой.

Новостной фон сегодня в основном представлен европейскими событиями. Так, Испания и Франция проведут аукционы по долгосрочным госбумагам. Кроме того, на четверг намечено ключевое, с нашей точки зрения, выступление – президент Франции Н. Саркози в 14:00 МСК представит свое видение создания «союза стабильности» в еврозоне. Небезынтересными будут также комментарии главы ЕЦБ М. Драги в преддверии скорого заседания регулятора. В США главным событием дня станет публикация ноябрьских данных по индексу ISM Manufacturing и традиционной еженедельной статистики по занятости.

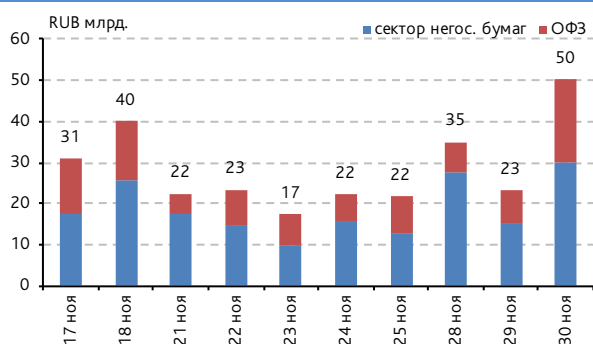


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

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

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

от 0 до 1 года	20.3%
от 1 до 1.5 лет	4.7%
от 1.5 до 2 лет	6.6%
от 2 до 3 лет	22.4%
от 3 до 5 лет	28.9%
> 5 лет	17.1%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.12%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.04%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.06%	7.0
Банки	7.95%	1.5
Корп 1 эшелон	7.93%	2.0
Корп 2 эшелон	8.83%	2.0

Рублевый рынок: рост котировок в долгосрочных бумагах на фоне повышенной активности; ОФЗ 26204 и 26206 подорожали примерно на «фигуру»

Позитивный внешний фон благотворно повлиял на рынок рублевых облигаций – котировки большинства выпусков продемонстрировали рост. В среду был также отмечен резкий скачок в торговых оборотах. Так, в целом по рынку оборот составил RUB50 млрд., причем на сектор негосударственных облигаций пришлось RUB30 млрд.

В сегменте ОФЗ спросом пользовались длинные выпуски (дюрация 3–5 лет). **ОФЗ 26204** и **26206** подорожали накануне на 1–1.2 п.п. Выпуск **ОФЗ 25079** также поднялся в цене, но менее значительно – на 30 бп. Высокие обороты сосредоточились также в выпуске **Нижегородская Обл-7** (RUB2.1 млн.), подорожавшем в итоге на 70 бп.

Из негосударственных выпусков отметим **Газпром Капитал-3** и **РСХБ-15**, подорожавшие на 10–15 бп. Между тем вышедшие вчера на вторичный рынок бумаги **ВЭБ-Лизинг-8** и **ВЭБ-Лизинг-9** завершили среду немного ниже номинала.



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

Денежный рынок

События денежного рынка

5 дек	Аукцион прямого РЕПО ЦБ на срок 3 мес.
7 дек	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
7 дек	Возврат Минфину RUB111.2 млрд. бюджетных средств с депозитов
14 дек	Возврат Минфину RUB227 млрд. бюджетных средств с депозитов
14 дек	Возврат Фонду ЖКХ RUB5 млрд. с депозитов
15 дек	Уплата страховых взносов за ноябрь

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.25/5.75	4.75	5.75	4.50/5.00
2-й круг	5.50/6.00	5.00	6.25	4.75/5.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

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

Ликвидность сектора выросла благодаря бюджетным расходам; ставки МБК по итогам четверга снизились на 25–50 бп

По итогам среды суммарные остатки на корсчетах и депозитах выросли на RUB106 млрд., составив RUB995.4 млрд. Как мы понимаем, данное увеличение связано с приходом бюджетных средств (по нашим оценкам, порядка RUB90 млрд.). Объем чистой ликвидной позиции банков вырос до –RUB842.0 (+RUB121 млрд. относительно среды).

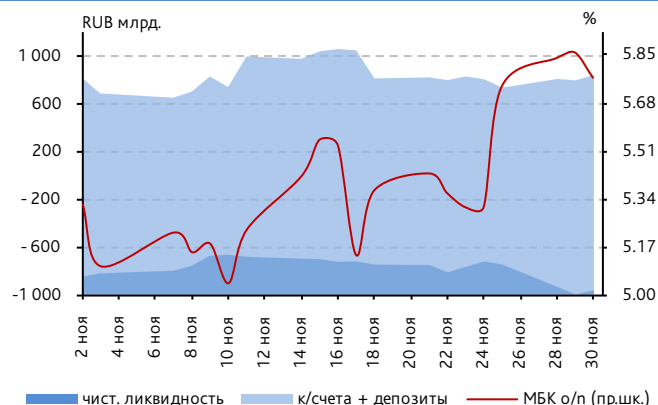
Ликвидность сектора по-прежнему в значительной степени поддерживается рефинансированием от ЦБ: вчера банки вновь выбрали практически весь объем лимита аукционов 1-дневного прямого РЕПО с регулятором (RUB393.7 млрд. из RUB400 млрд.), при этом на второй сессии аукциона присутствовал переспрос. Между тем на ставки МБК, где их уровень снизился на 25–50 бп, сохранение повышенного спроса на деньги особо не повлияло: внутри дня первый круг привлекал рубли в овернайт под 5.25–5.50%, ставки end-of-day снизились до 4.5–5.0%. На рынке междилерского РЕПО ситуация выглядела менее оптимистично: однодневное привлечение под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона доходило до 6.70%, минимумы дня по ставкам здесь находились на уровне 4.15–4.30%.

До конца недели напряженность с ликвидностью может несколько снизиться, однако 7 декабря начнутся объемные возвраты ликвидности в рамках окончания срока размещения бюджетных средств на депозиты. Как мы понимаем, вплоть до начала следующей недели намерения Минфина рефинансировать данные оттоки новым предложением будут оставаться загадкой. В случае если соответствующего положительного решения от ведомства не будет, в дни возвратов следует ожидать активизации движения средств в рамках бюджетных расходов.

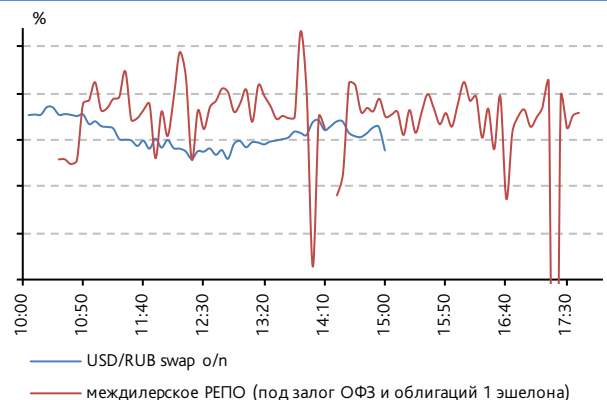


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday





Кредитные комментарии

Сбербанк опубликовал крепкие финансовые результаты за 9М 2011 по МСФО, продемонстрировав стремительный рост кредитного портфеля в 3К 2011 при увеличении чистой процентной маржи и высоких показателях рентабельности; евробонды интересны как качественная альтернатива государственным бумагам

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Сбербанк опубликовал отчетность по МСФО за 9М 2011 г., а также провел телеконференцию с участниками рынка. Финансовые результаты банка за 9М 2011 г. и 3К 2011 г. выглядят довольно крепко: банк ускорил темпы роста кредитного портфеля в 3К 2011 г при улучшении его качества, сохранив показатели рентабельности и чистой процентной маржи на высоком для универсального банка уровне.

За 9М 2011 г. банк получил RUB255.8 млрд. чистой прибыли, превысив финансовые результаты всего прошлого года на 40%. Напомним, что ранее прогноз менеджмента банка по чистой прибыли за весь 2011 г. составлял RUB250–270 млрд., теперь менеджмент скорректировал ожидания с учетом текущих показателей до RUB300–310 млрд., что, на наш взгляд, вполне реализуемо.

Заметим, что чистая прибыль за 3К 2011 г. (RUB79.6 млрд.) на 9% уступает результатам прошлых кварталов из-за отчислений в резервы и потерь от операций с ценными бумагами. Впрочем, банку удалось сохранить высокие показатели рентабельности по итогам 9М 2011 г. (ROAE выше 30%) при увеличении чистой процентной маржи (+0.2 п.п. до 6.7% в 3К 2011 г.) и улучшении операционной эффективности («Расходы/Доходы» сократился на 0.3 п.п. до 45.8% в 3К 2011 г.).

Кредитный портфель Сбербанка до отчислений в резервы увеличился за 3К 2011 г. на 9.0% до RUB7.3 трлн., т.е. более высокими темпами относительно прошлых кварталов (2.4% и 5.8% в 1К и 2К 2011 г.). Основным драйвером увеличения выступило существенное ускорение темпов роста корпоративного кредитного портфеля (+9.1% против 5.2–2.2% кварталами ранее). Одновременно объем розничных кредитов рос весьма высокими темпами (+8.6% против 8.1–2.9% в 1К и 2К 2011 г.), в результате чего доля займов частным клиентам в портфеле снизилась только на 0.1 п.п. за квартал до 21.8%.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ СБЕРБАНКА

МСФО, RUB млрд.	2009	2010	1К 11	1П 11	9М 11
Чистые процентные доходы	503	496	130	269	417
Чистые комиссионные доходы	101	124	30	64	100
Операционные доходы до резервов	650	673	170	362	557
Операционные расходы	-229	-283	-76	-165	-254
Отчисления в резервы	-389	-154	14	22	17
Чистая прибыль	24	182	87	176	256
Денежные средства	726	720	668	882	647
Ценные бумаги	1,064	1,824	1,779	1,509	1,526
Кредитный портфель, gross	5,444	6,192	6,339	6,707	7,311
Резервы	-580	-702	-678	-660	-659
Кредитный портфель, нетто	4,864	5,489	5,661	6,047	6,653
Средства клиентов, в т.ч.	5,439	6,651	6,647	6,977	7,227
частных клиентов	3,787	4,834	4,888	5,090	5,259
Долговые ценные бумаги размещенные	171	273	252	269	279
Субординированный долг	519	304	308	313	318
Прочие заемные средства	123	306	270	242	363
Собственный капитал	779	987	1,078	1,133	1,180
Активы	7,105	8,629	8,696	9,079	9,546
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	3.2%	20.9%	33.6%	33.2%	31.5%
Доходность активов (ROAA)	0.4%	2.4%	4.0%	4.0%	3.8%
Расходы/Доходы	35.2%	42.0%	44.9%	45.5%	45.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	7.7%	6.5%	6.2%	6.4%	6.4%
NPLs (свыше 90 дней)/Кредиты	8.5%	7.3%	7.2%	6.6%	6.1%
Резервы/NPLs (x)	1.2	1.6	1.5	1.5	1.5
Стоимость риска	7.3%	2.6%	-0.9%	-0.7%	-0.3%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	11.5%	11.9%	13.0%	13.3%	13.2%
Достаточность капитала (TCAR)	18.1%	16.8%	17.8%	17.9%	17.3%

Источник: данные банка, НБ «Траст»

Сбербанк	Baa1/NR/BV
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Кредиты, RUB трлн.	7.3
NPLs (+90 дней)	6.1%
NIM	6.4%

Позитивная динамика объемов кредитования позволила снизить долю просроченных свыше 90 дней займов за 3К 2011 г. на 0.5 п.п. до 6.1% в ссудном портфеле. При этом существенное увеличение реструктурированных кредитов в 3К 2011 г., по словам менеджмента, связано с техническими факторами изменения условий по кредитам. Так, доля реструктурированных займов выросла за квартал на 3.4 п.п. до 13.3%. По ожиданиям менеджмента, качество кредитного портфеля продолжит улучшаться в среднесрочной перспективе.

Евробонды Сбербанка на данный момент торгуются с премией к суверенной кривой в размере 125–185 бп. Бумаги банка как наиболее качественный инструмент банковского сектора интересны как альтернатива суверенным выпускам. Вчера длинные евробонды Сбербанка с погашением через 6–11 лет выросли на 0.8–1.4 п.п. на фоне позитивных рыночных настроений и публикации крепких результатов.



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

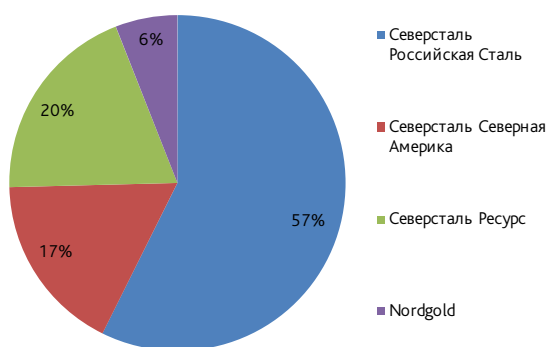
Северсталь выделяет Nordgold; консолидированные показатели несколько пострадают, но прямого негативного влияния на кредитоспособность компании сделка не окажет; нейтрально относимся к бондам Северстали

Вчера Северсталь опубликовала пресс-релиз, в котором сообщила о проведении spin-off, т.е. о выделении в отдельную юридическую структуру своего золотодобывающего подразделения Nordgold.

КОММЕНТАРИЙ

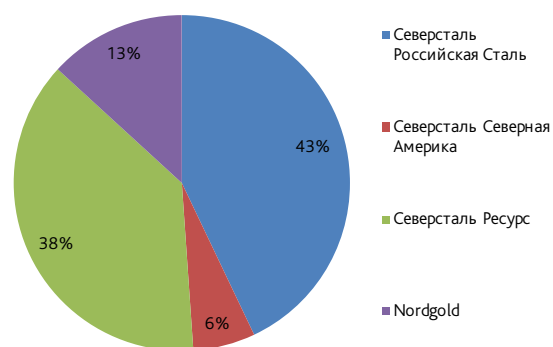
Появившиеся вчера слухи об окончательном решении Северстали выделить золотодобывающее подразделение в отдельную компанию подтвердились опубликованным пресс-релизом. Разговоры о потенциальном выделении Nordgold ведутся уже давно, поэтому решение компании не стало для рыночных игроков абсолютной неожиданностью. Вопросы вызвали только условия этой сделки: дочерняя компания Северстали, которой принадлежат 100% акций Nordgold, будет принимать заявки от миноритарных акционеров и обменивать принадлежащие ей акции Nordgold на акции самой Северстали в соотношении 1.83:1. Опцией обмена смогут воспользоваться только те акционеры, которые считаются профессиональными инвесторами. Оставшиеся после процедуры обмена акции Nordgold выкупят структуры А. Мордашова, т.е. в любом случае Северсталь получит денежные средства за выделяемый актив, однако объем этих средств пока неизвестен.

ДИАГРАММА 1. ВЫРУЧКА БИЗНЕС-НАПРАВЛЕНИЙ СЕВЕРСТАЛИ В 1П 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. EBITDA БИЗНЕС-НАПРАВЛЕНИЙ СЕВЕРСТАЛИ В 1П 2011



Источник: данные компании, НБ «Траст»

С операционной точки зрения вклад Nordgold в консолидированные результаты Северстали не слишком велик – около 6% по выручке (1П 2011 г.) и 13% по EBITDA. Остается открытым вопрос, будет ли деконсолидирована часть долга с баланса Северстали вместе с выделяемым активом; на наш взгляд, если часть долга и будет «переложена» на Nordgold, его размер в масштабах всей Северстали будет незначительным. Как следствие, долговая нагрузка компании не претерпит серьезных изменений, особенно если в компанию поступят денежные средства от структур А. Мордашова.

Главным негативным моментом в предстоящей сделке для кредиторов Северстали является снижение защищенности компании от циклических колебаний в экономике. Золотодобывающее подразделение оказывало сглаживающий эффект на консолидированные показатели Северстали из-за контрциклическости его операционных показателей. Тем не менее кредитное качество Северстали остается одним из самых крепких в металлургической отрасли, что подтверждается невысокой долговой нагрузкой (около 1.1x по показателю «Чистый долг/EBITDA») и значительным запасом ликвидных средств на счетах, объем которых превышает объем краткосрочного долга.

Еврооблигации Северстали не отреагировали вчера на новость о выделении Nordgold и двигались вместе с рынком. Мы нейтрально относимся к этим бумагам и не ожидаем от них опережающей рынок динамики. Рублевые долговые бумаги Северстали вчера торговались на одном уровне с бумагами НЛМК, что также лишает их потенциала дальнейшего снижения доходности.



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

ТНК-ВР планирует значительно повысить эффективность эксплуатации зрелых месторождений и снизить темп падения их добычи; мы позитивно оцениваем стратегию компании

Вчера ТНК-ВР провела встречу с аналитиками.

КОММЕНТАРИЙ

Встреча была посвящена стратегии развития зрелых месторождений Западной Сибири, а именно способам снижения темпов падения добычи, повышения эффективности эксплуатации месторождений, и применению новых технологий. На встрече присутствовали руководители бизнес-направления «Разведка и Добыча».

ТНК-ВР по итогам 9М 2011 г. сумела нарастить добычу на 2.1% в годовом выражении. Новые проекты компании (ВЧНГ, Уват) компенсировали падение добычи в Западной Сибири. Тем не менее компания планирует прилагать значительные усилия, направленные на минимизацию падения добычи в Западной Сибири и снижение затрат по эксплуатации соответствующих месторождений.

Среди основных элементов стратегии присутствуют следующие:

- Увеличение доказанных запасов на 800 млн. бар. за счет применения новых технологий. Новые технологии позволят снизить стоимость бурения, что сделает извлечение дополнительных запасов экономически выгодным.
- Снижение в ближайшие 10 лет темпа падения добычи на месторождениях Западной Сибири с 7% до 2–3%.
- Оптимизация инфраструктуры с учетом перспективы падения добычи. Соответствующая экономия оценивается в USD40 млн. в 3-летней перспективе.
- Улучшенное управление энергоэффективностью. Доля энергозатрат в операционных расходах на добычу на зрелых месторождениях может достигать до 40%. Предполагаемая экономия составит, по оценкам менеджмента, до USD250 млн. в трехлетней перспективе.

Мы позитивно оцениваем соответствующие усилия менеджмента. Конкретный эффект на кредитоспособность компании можно будет оценить по мере трансляции этих усилий в операционные показатели компании.



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

ТНК-ВР	Baa2/BBB-/BBB-
US, 2010	
Выручка, USD млрд.	44.5
EBITDA margin	25%
Долг/EBITDA	0.6

Финансовое положение Ренова-СтройГруп улучшилось по итогам 1П 2011, хотя высокая долговая нагрузка сохраняется; облигации могут быть интересны инвесторам с высоким аппетитом к риску

Вчера Ренова-СтройГруп опубликовала консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

У Ренова-СтройГруп (РСГ), также как и у других девелоперских компаний, отчет о прибылях и убытках является не очень хорошим показателем результатов деятельности. Причина – временной разрыв между фактическим поступлением денежных средств и отражением соответствующих доходов и расходов в отчете о прибылях и убытках. В связи с этим мы сразу обратим внимание на показатели отчета о движении денежных средств. Чистый операционный денежный поток составил по итогам 1П 2011 г. USD161 млн. В основном он обеспечен уменьшением дебиторской задолженности на USD152 млн. Кроме того, увеличение стоимости незавершенного строительства (то есть запасов компании) было отчасти компенсировано увеличением кредиторской задолженности. Такой денежный поток мы считаем неплохим результатом, особенно относительно его отрицательного значения в –USD131 млн. за аналогичный период прошлого года.

Как компания, занимающаяся исключительно девелопментом и не участвующая в строительном бизнесе, РСГ практически не имеет собственных капитальных вложений. В результате все денежные средства от операционной деятельности транслировались в свободный денежный поток. Он был направлен в основном на уменьшении долга на USD83 млн. и увеличение запаса ликвидности на USD35 млн. Тем не менее долговая нагрузка компании остается на высоком уровне: показатель «Долг/EBITDA» составляет 6.7х, «Долг/Собственный капитал» – 1.5х, по состоянию на конец 1П 2011 г. Отметим, однако, что, как указано в разделе событий после отчетной даты, сейчас идет процесс перевода займов от связанных сторон (акционеров) общим объемом порядка USD290 млн. в капитал. Такой перевод позволит компании серьезно улучшить кредитные метрики: показатель «Долг/EBITDA» может снизиться до 3.46х, а «Долг/Собственный капитал» – сразу до 0.45х. В целом мы считаем, что улучшение финансового положения вместе с поддержкой акционеров позволят компании избежать каких-либо проблем с выполнением обязательств по кредитному портфелю.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ РЕНОВА-СТРОЙГРУП

МСФО, USD млн.	2009	1П 2010	2010	1П 2011
Выручка	199	55	456	187
EBITDA	-21	-16	53	22
Чистая прибыль	113	5	89	18
Чистый операц. денежный поток	-30	-131	-234	162
Капвложения и M&A	48	7	9	2
Свободный денежный поток	-76	-137	-242	160
Совокупный долг, в т.ч.	403	530	687	604
краткосрочный долг	221	284	508	273
Денежные средства и эквиваленты	17	18	36	71
Активы	881	1046	1264	1315
Показатели				
EBITDA margin	< 0	< 0	12%	12%
EBITDA/проценты	< 0	< 0	2.8	1.4
Долг/EBITDA*	< 0	< 0	13.0	6.7
Чистый долг/EBITDA*	< 0	< 0	12.3	5.9
Долг/Собственный капитал	1.7	2.0	2.0	1.5

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

Если говорить о перспективах компании, то они в основном связаны с екатеринбургским проектом Академический, который составляет около 70% всех активов РСГ и обеспечил в 1П 2011 г. около 80% всех поступлений денежных средств. Сведения о дальнейшем развитии проекта, вероятно, будут озвучены в ходе телефонной конференции по итогам 1П 2011 г., которая пройдет завтра.

Рублевые облигации РСГ с дюрацией 0.99 года неликвидны. Их можно купить по доходности около 13.3%, что можно считать хорошей компенсацией за соответствующие риски. Мы считаем, что облигации могут быть интересны инвесторам с высоким аппетитом к риску с целью их удержания до погашения.

РСГ	NR
МСФО, 1П 2011	
Выручка, USD млн.	187
EBITDA margin	12%
Долг/EBITDA	6.7



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

Представители БТА и фонда Самрук-Казына озвучили ряд заявлений о восстановлении бизнеса банка; инвесторы позитивно отреагировали на новость; ожидаем дальнейшего развития событий

Вчера менеджмент БТА и представители национального фонда Самрук-Казына озвучили ряд заявлений о дальнейшей судьбе банка:

- менеджмент банка разрабатывает бизнес-модель, основанную на восстановлении качества активов и повышении конкурентоспособности;
- Самрук-Казына считает необходимым принятие мер по докапитализации банка, учитывая текущий дефицит капитала;
- не исключено, что в качестве поддержки будет использован механизм выкупа облигаций с рынка.

КОММЕНТАРИЙ

Данные новости мы оцениваем умеренно позитивно. Примечательно, что представители фонда и банка намерены приступить к более активной стадии восстановления деятельности банка. Тем не менее конкретных деталей по механизму поддержки пока озвучено не было.

Как мы понимаем, фонд Самрук-Казына заинтересован в экономической рентабельности инвестиций в проблемный актив, поэтому конкретные шаги по предоставлению средств банку будут осуществляться после разработки эффективного плана по восстановлению деятельности БТА Банка. Одновременно мы пока нейтрально смотрим на новость о возможном выкупе облигаций банка с рынка, ввиду отсутствия деталей, и не склонны ожидать очень щедрых предложений держателям публичного долга. Так, представители банка уже опровергли намерения выкупать реструктуризационные бумаги (recovery notes).

Инвесторы с энтузиазмом восприняли данные новости: на фоне позитивного внешнего фона котировки **БТА 18** выросли вчера на 4.5 п.п. до 32.8% от номинала. Впрочем заметим, что спреды на покупку/продажу облигаций остаются весьма широкими (около 3 п.п.), что ограничивает возможность реализации спекулятивных стратегий.



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

БТА	ВаЗ/WR/CCC
МСФО, 1П 2011	
Кредиты, KZT трлн.	2.3
NPLs (+90 дней)	47.5%
NIM	-0.3%

 Российская макроэкономика
Прогноз МЭР России по ВВП-2011 повышен до 4.5%, по оттоку капитала – до USD80 млрд.; считаем, что инвестиционный климат не изменится

Росстат опубликовал очередные данные по инфляции на потребительском рынке. Отмечается, что за неделю 22–28 ноября цены приросли еще на 0.1%. Динамика инфляции остается устойчивой и укладывается в 7% по итогам года. На наш взгляд, эффект ослабления рубля, имевший место в августе–сентябре 2011 г. уже исчерпал себя, прирост цен будет объясняться в основном сезонным и календарным факторами.

Вчера на пресс-конференции в Лондоне заместитель Министра экономического развития Андрей Клепач заявил, что годовые темпы прироста ВВП в 2011 г. составят около 4.5%, что на 0.3% больше официального прогноза, подготовленного его же ведомством (см. таблицу). В Федеральном законе «О федеральном бюджете на 2011 г. и плановый период 2012 и 2013 гг.» обозначены еще более скромные цифры – около 4%. В октябре прирост ВВП с исключенной сезонностью составил 0.9% по сравнению с предыдущим месяцем 2011 г. или 5.9% к октябрю 2010 г.

В целом следует отметить, что модель экономического роста России уже во многом исчерпала себя. Важным ее следствием является повышение зависимости госбюджета от цены на нефть. По нашим оценкам, федеральный бюджет-2012 является сбалансированным при цене, равной 105 USD/барр. (в 2010 г. – 85 USD/барр.). Рост государственных расходов на фоне благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры способствует дальнейшему блокированию институциональных преобразований в экономике.

Наиболее яркой иллюстрацией данного тезиса является тот факт, что ускорение социально-экономического развития России, к сожалению, не способствует улучшению ее инвестиционного климата. Несмотря на экономический рост «выше прогноза», чистый отток капитала только усиливается. По оценкам все того же А. Клепача, по итогам года из России «убежит» USD80 млрд. В то же время замминистра отмечает, что в 2012 г. экономику ожидает чистый приток, который, впрочем, будет колебаться в районе нулевой отметки. На наш взгляд, более вероятной является более пессимистичная оценка в –USD10–12 млрд.

Среди прочего А. Клепач заявил, что, несмотря на нестабильность финансовых рынков, Россия не будет отказываться от масштабных планов по приватизации государственных активов. Целью приватизационной кампании является не столько финансирование дефицита бюджета, сколько улучшение инвестиционного климата страны. Мы положительно оцениваем планы Минэкономразвития относительно дальнейшего разгосударствления экономики.

ТАБЛИЦА. ОЦЕНКА ФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

	ЗК 2011	2011 (оценка)		
		ЦБ РФ	Минэк	НБ Трост
Темп прироста физических объемов ВВП, %	4.8	3.6-4.2	4.5	4.2
Индекс потребительских цен, %	4.7	7.2	6.8	7.0
Цена нефти, при которой достигается сбалансированность бюджета, USD/барр.	–	–	100.0	105.0
Отток капитала, USD млрд.	51.0	70.0	80.0	74.0

Источник: РОССТАТ, ЦБ РФ, Минэкономразвития, НБ «Трост»



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
29 ноя	ТрансФин-М-17	1.0	9.70%	3*	9.94%
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5	9.84%
22 ноя	Интертехэлектро-НГ-1	0.2	8.75%	5	8.94%
22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	9.70%	3*	9.94%
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	7.00%	3	7.00%
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5	10.10%
16 ноя	Росбанк-Збо	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-Збо	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-760	10.0	8.95%	3	9.15%
11 ноя	РусСтандарт-160	5.0	11.00%	1*	11.29%
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.50%	1*	7.64%
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	8.22%	3	8.04%
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4	9.20%
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*	8.50%
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	0*	3.00%
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%
3 ноя	ОТП Банк-Збо	4.0	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
1 дек	Татфондбанк-Збо	2.0	12.25%	1*
1 дек	Удмуртия-5	2.0	10.15%	5
2 дек	Карелия-14	1.0	9.99%	5
5 дек	Автодор-1	3.0	9.25-9.75%	5
6 дек	Бинбанк-Збо	2.0	11.75-12.5%	1*
6 дек	Башнефть-160	10.0	9.50-9.95%	2*
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.50-10.50%	5*
13 дек	Свердловская обл-1	3.0	н.д.	5
15 дек	Коми-10	2.1	9.50%	5

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	8.25%	2
2 дек	Трудовое	0.0	12.00%	12.00%	1*
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	8.00%	1*
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	8.15%	3*
7 дек	СКБ-Банк-460	2.0	9.80%	10.75%	1*
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	8.75%	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	11.50%	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	8.75%	2*
8 дек	Формат	1.0	17.00%	17.00%	1*
8 дек	ЧТПЗ-160	5.0	16.50%	12.50%	1*
8 дек	Элемент Лизинг-2	2.3	12.00%	14.00%	1*
12 дек	ПромНефтеСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
14 дек	Разгулай-1360	1.0	0.00%	0.00%	1
15 дек	МБПП-5	5.0	8.25%	н.д.	3
16 дек	ММК-260	10.0	9.70%	н.д.	1
16 дек	Т-Платформы	0.1	11.50%	н.д.	3
16 дек	Трансфин-М-04	0.4	11.00%	9.50%	3

* срок до ближайшей оферты, лет

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгулай-0960	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0
25 дек	Иркутская Обл-317	0.3
26 дек	Томская Обл-4	0.3
26 дек	Электросталь-2	0.2
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0
19 янв	ЛК УралСиб-5	3.0
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0
1 фев	АИЖК-04	0.9
15 фев	ТД Копейка-2	4.0

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250
14 янв	UMS 12	USD	1500
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225
6 фев	PrivatBank 12	USD	500

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 управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

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

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

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 намереваются 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.