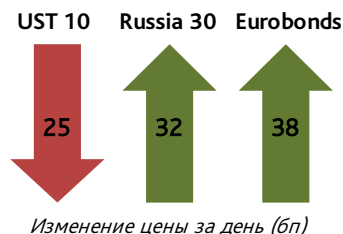


Навигатор долгового рынка

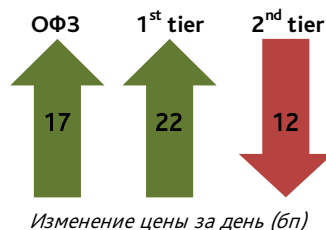
Глобальные рынки и еврооблигации

- Рынки интерпретировали выступление главы ЕЦБ и итоги аукционов по госбумагам Испании и Франции как позитив; Н. Саркози представил свой план «союза стабильности», сегодня появится версия от А. Меркель
- Итоги торгов по еврооблигациям: слабая положительная динамика, длинные евробонды Вымпелкома уже начали корректироваться; Russia 30 подорожал на 30 бп
- Открытие торгов по еврооблигациям: рынки ждут выхода ноябрьских payrolls, динамика невнятная; баррель Brent подешевел почти на USD1; ждем снижения котировок на открытии торгов
- Глава Института международных финансов: переговоры частных кредиторов с Грецией могут продолжиться в 2012; параметры дюрации новых выпусков, их купонов и обеспечения до сих пор не согласованы



Рублевые облигации и денежный рынок

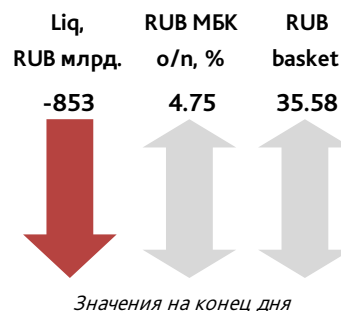
- Положительный внешний фон способствует покупкам на дальнем конце кривой ОФЗ, привлекательной относительно текущего уровня ставок NDF; наблюдаем оживление рынка – совокупные обороты без учета РЕПО второй день превышают RUB50 млрд.
- Башнефть понижает верхнюю границу диапазона размещения биржевых облигаций 1-й серии; действие не является неожиданным, нейтрально относимся к выпуску
- Напряженность с ликвидностью пока спадает; в преддверии возврата RUB111 млрд. бюджетных депозитов в среду актуализируется вопрос о соразмерном рефинансировании от Минфина накануне
- Автодор разместил 5-летние облигации 1-й серии по верхней границе диапазона; ставка купона установлена на уровне 9.75%; премию к ОФЗ порядка 160 бп считаем достаточной с учетом госгарантий по выпуску



Кредитные комментарии

- Газпром снижает инвестиционную программу на 2012 на треть; на дивиденды ежегодно в течение следующих 3-х лет планируется направлять около RUB200 млрд.; не ожидаем увеличения задолженности в следующем году; считаем интересным новый выпуск Газпром Капитал-3
- Лукойл утвердил 10-летнюю программу развития; главный приоритет – рост добычи; на данном этапе программа нейтральна для кредитного качества; бумаги компании неинтересны
- Австралийский суд заморозил активы MMK в Австралии; перспективам сделки с Flinders Mines это не повредит; нейтрально для кредитного качества; к бондам относимся нейтрально
- Черкизово опубликовала неплохую отчетность по US GAAP за 9М 2011; рентабельность восстанавливается благодаря стабилизации цен на зерно; долговая нагрузка несколько снизилась; бонды дороги
- Номос Банк предоставил отчетность за 9М 2011 по МСФО: рентабельность банка снизилась из-за убытков на финансовых рынках, а активный рост кредитного портфеля привел к давлению на уровень достаточности капитала; нейтрально смотрим на долговые бумаги банка
- СУЭК принял решение о выплате RUB15 млрд. дивидендов за 9М 2011; весьма щедрая выплата акционерам будет сопоставима с чистым операционным денежным потоком по итогам всего 2011; к бондам СУЭКа относимся нейтрально

Индикаторы FX/MM



Российская макроэкономика

- ЗБР Банка России снизились за неделю на USD4.9 млрд.; причина – падение курсов евро и золота; ожидаем дальнейшее сокращение резервов

Макроцифра

USD510.2 млрд. – ЗБР на 25 ноября 2011

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 канцлера ФРГ А. Меркель по вопросу создания «союза стабильности»
17:30	Число новых рабочих мест вне сельского хозяйства в США за ноябрь
18:00	Выступление главы ФРБ Далласа Р. Фишера
19:00	Выступление главы ФРБ Филадельфии Ч. Плоссера
22:30	Выступление главы ФРБ Бостона Э. Розенгрена

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	279	-4
UST10	◀▶	2.08	+0.03
Russia 30–UST 10	▼	221	-8
EUR/USD	▲	1.3463	+0.2%
Oil (Brent)	▼	109.3	-1.1%
VIX	▼	27.41	-0.39

Рынки интерпретировали выступление главы ЕЦБ и итоги аукционов по госбумагам Испании и Франции как позитив; Н. Саркози представил свой план «союза стабильности», сегодня появится версия от А. Меркель

Глобальные рынки накануне находились в достаточно неопределенном состоянии. Эффект от соглашений мировых ЦБ по долларovým свопам был практически полностью отыгран днем ранее, а данные по деловой активности в промышленном секторе экономики Китая оказались разочаровывающими. Однако участники рынка нашли утешение в выступлении главы ЕЦБ М. Драги и итогах французских и испанских аукционов по госбумагам.

Как сообщили ведущие деловые СМИ (Reuters, FT), европейский регулятор тонко намекнул, что более тесная экономическая интеграция является главным условием, которое может подвинуть ЕЦБ к более решительным действиям по преодолению долгового кризиса в регионе. Дополнительным позитивом для инвесторов стали итоги аукционов по госбумагам Испании и Франции, которые, несмотря на рост доходностей по сравнению с предыдущими размещениями, характеризовались достаточно высоким спросом со стороны рынка. В итоге доходности испанских 10-летних бумаг снизились по итогам дня почти на 50 бп, итальянских – на 40 бп, а французских – на 30 бп. Пара EUR/USD завершила день на отметке 1.3459, практически без изменений к уровню среды.

Хотелось бы отметить нашу неготовность согласиться с превалирующим в деловых СМИ восприятием выступления главы ЕЦБ в части возможных радикальных мер по противодействию кризису. Исходя из [текста выступления](#), опубликованного на сайте регулятора, глава ЕЦБ лишь указал на необходимость фискальной интеграции как главного средства по восстановлению доверия рынков к экономике еврозоны в целом. По словам Драги, затем могут быть использованы другие средства. Однако, в нашем понимании, нарушение мандата, т.е. фактический отказ от игры по правилам, вряд ли можно считать верным путем именно для восстановления доверия. Повторим, мы считаем, что монетизация госдолга проблемных стран – крайняя мера, на которую ЕЦБ пойдет лишь в случае острой угрозы распада еврозоны, когда речь уже будет идти не о восстановлении доверия, а о спасении валютного союза.

Более того, глава банка прямо высказался о временности и ограниченности в масштабах нестандартных мер поддержки, к которым, безусловно, относится и программа по выкупу со вторичного рынка гособлигаций «периферийных» стран. Напомним, ЕЦБ к настоящему моменту аккумулировал у себя на балансе около EUR200 млрд. таких госбумаг. Однако поступающую на рынок ликвидность регулятор «стерилизует», что отличает данную программу от QE ФРС и Банка Англии.

В свою очередь реакцию рынков на итоги аукционов по госбумагам Испании и Франции мы склонны рассматривать как временное явление. В нашем понимании, инвесторы в настоящий момент обращают больше внимания на факт того, что государствам еврозоны вообще удастся находить спрос на свои гособлигации. При этом фактор крайне повышенных ставок отошел пока на второй план.

Возвращаясь к вопросу создания в еврозоне «союза стабильности», обратим внимание на вчерашнее выступление президента Франции Н.Саркози. По его мнению, ЕС нуждается в новом договоре, ужесточающем бюджетную дисциплину. Кроме того, Париж предлагает создать своего рода «евро-МВФ», изменить процедуру голосования внутри еврозоны и принимать решения большинством голосов, а не единогласно, как это происходит сейчас. Отметим, сегодня свое видение будущего «союза стабильности» представит канцлер ФРГ А. Меркель. В понедельник она намерена провести переговоры с Н.Саркози для выработки окончательных предложений по реформе еврозоны, которые лидеры представят на саммите ЕС 9 декабря.

Итоги торгов по еврооблигациям: слабая положительная динамика, длинные евробонды Вымпелкома уже начали корректироваться; Russia 30 подорожал на 30 бп

Российские евробонды в четверг продемонстрировали преимущественно слабую положительную динамику на фоне исчерпания позитивных сигналов извне. Инвесторы сохранили интерес к длинным бумагам Газпрома, однако от долгосрочных евробондов Вымпелкома предпочли избавиться. На рынке при этом заметно повысилась активность участников: торговый оборот достиг USD131 млн., превысив среднегодовой показатель USD80 млн.

В нефтегазовом секторе максимальный рост котировок наблюдался в длинных евробондах Газпрома, достигая 1 п.п. Рост котировок на среднем участке кривой газового монополиста, а также в бумагах Лукойла и ТНК-ВР не превышал в среднем 30–40 бп. Во втором эшелоне особое внимание привлекли к себе долгосрочные выпуски Вымпелкома, подешевевшие на 60–90 бп. Тем временем длинные евробонды Евраза прибавили в цене около 20 бп, а Северстали – порядка 70 бп. В банковском секторе активность практически отсутствовала (оборот – USD3.5 млн.). Умеренно подорожали длинные евробонды Сбербанка (+20–30 бп), а выпуск **AlfaBank 21** подскочил более чем на 2 п.п.

Суверенные российские евробонды смогли сохранить положительный импульс и немного приподнялись в цене. Индикативный выпуск **Russia 30** подорожал на 30 бп до 118.27% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** сузился за день на 8 бп до 229 бп. Долгосрочные суверенные выпуски Украины подорожали также примерно на 30 бп. Евробонды Беларуси в свою очередь не прореагировали на подтвержденное накануне Минском получение USD2.5 млрд. от продажи Белтрансгаза, поднявшись в цене лишь на 5–15 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: рынки ждут выхода ноябрьских payrolls, динамика невнятная; баррель Brent подешевел почти на USD1; ждем снижения котировок на открытии торгов

Настроения инвесторов в пятницу достаточно неопределенные. Отсутствие негативных новостей удерживает индикаторы риска от просадки, однако намеченный на вечер дня выход ноябрьских payrolls в США вряд ли позволит рынкам пойти в существенный рост.

Азиатские фондовые биржи демонстрируют разнонаправленную динамику (японский **Nikkei 225** прибавляет порядка 0.3%, однако южнокорейские и китайские индикаторы снижаются). Фьючерс на **S&P 500** торгуется в плюсе на 0.3%. Баррель Brent находится у отметки USD109.4, что почти на USD1 ниже уровня закрытия основных торгов в России накануне. Мы полагаем, что торги на рынке российских еврооблигаций начнутся с небольшого снижения котировок, однако активность в течение дня будет крайне невысокой.

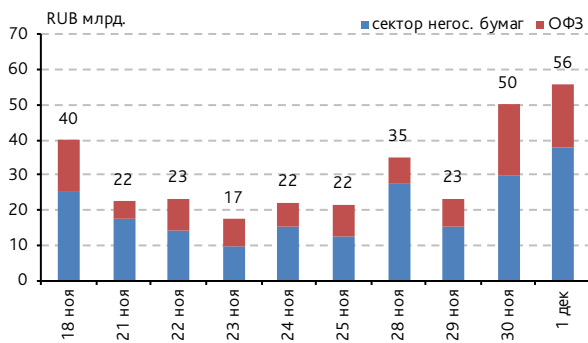
Из новостного фона, помимо данных по рынку труда США, отметим также выступления целого ряда представителей ФРС. В Европе внимание рынков будет приковано к выступлению канцлера ФРГ А. Меркель, а также к намеченным на сегодня переговорам президента Франции Н. Саркози и премьер-министра Великобритании Д. Кэмерона по вопросу изменения договора ЕС.



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	20.5%
от 1 до 1.5 лет	6.1%
от 1.5 до 2 лет	9.5%
от 2 до 3 лет	20.3%
от 3 до 5 лет	27.0%
> 5 лет	16.6%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.09%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	7.98%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.00%	7.0
Банки	8.16%	1.5
Корп 1 эшелон	7.88%	2.0
Корп 2 эшелон	8.86%	2.0

Положительный внешний фон способствует покупкам на дальнем конце кривой ОФЗ, привлекательной относительно текущего уровня ставок NDF; наблюдаем оживление рынка – совокупные обороты без учета РЕПО второй день превышают RUB50 млрд.

Положительный внешний фон способствовал продолжению покупок в рублевом долге. Основные спекулятивные покупки пришлись на «длину» в кривой ОФЗ, которая остается привлекательной относительно текущего положения кривой рублевых NDF. Полагаем, что в ликвидных длинных выпусках **ОФЗ 26206** (YTM 8.26%) и **ОФЗ 26204** (YTM 8.32%) при условии отсутствия внешних шоков покупки продолжатся, и считаем возможным формирование длинных позиций с горизонтом (с закрытием в течение 2–3 недель). На вчерашних торгах оба выпуска прибавили порядка 45 бп и 30 бп в терминах средневзвешенных цен.

За пределами сектора госбумаг основные обороты пришлись практически на полный спектр выпусков, размещавшихся с ноября. При этом оживление торговой активности в целом по рынку очевидно: совокупные обороты торгов в основном и адресном режимах на ММВБ второй день составляют не менее RUB50 млрд. Наибольший объем сделок вчера пришелся на 3-летний выпуск **Нижегородская обл.-7** (YTW 9.75%), в итоге отторговавшимся без ценовых изменений.

Башнефть понижает верхнюю границу диапазона размещения биржевых облигаций 1-й серии; действие не является неожиданным, нейтрально относимся к выпуску

Верхняя граница ставки купона снизилась на 20 бп до 9.75%. Теперь индикативный диапазон купона – 9.50–9.75%. Соответствующая доходность к оферте составляет 9.72–9.99%. Напомним, что 28 ноября Башнефть открыла книгу заявок на приобретение биржевых облигаций 1-й серии объемом RUB10 млрд. Срок обращения 3 года, оферта предусмотрена через 2 года. Закрывается книга сегодня в 15:00 МСК.

Понижение верхней границы диапазона можно считать позитивным сигналом, хотя это не было для нас неожиданным. Премия к бумагам Лукойла при размещении по верхней границе теперь составляет около 230 бп. При этом существующие выпуски предполагают спред к кривой Лукойла около 150 бп. Дополнительная премия нового выпуска кажется уместной и достаточной с учетом невозможности включения бумаг в Ломбардный список в текущих условиях высокой волатильности. Мы нейтрально относимся к выпуску.

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

Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@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	4.50	5.25	4.50/5.00
2-й круг	5.50/6.00	4.75	5.75	4.75/5.25

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.25-5.75	4.75-5.00	4.50-5.00

Напряженность с ликвидностью пока спадает; в преддверии возврата RUB111 млрд. бюджетных депозитов в среду актуализируется вопрос о соразмерном рефинансировании от Минфина накануне

Напряженность с ликвидностью вчера ожидаемо спала: ЦБ в начале операционного дня выставил дневной лимит по аукционным сделкам прямого РЕПО на 1 день уже в RUB370 млрд. против RUB400 млрд. днем ранее. Участники не выбрали и этого объема, заняв немногим более RUB267 млрд.

Суммарные остатки на корсчетах и депозитах снизились на RUB128.7 млрд., составив RUB826.7 млрд. Данное снижение соразмерно сокращению задолженности по средствам 1-дневного аукционного РЕПО с ЦБ в связи с меньшим привлечением по данному инструменту вчера – на RUB133.3 млрд. относительно среды. Иные значимые для состояния банковской ликвидности движения средств отсутствовали, в связи с чем чистая ликвидная позиция существенно не изменилась (-RUB852.8 млрд., снижение на RUB10.9 млрд. против среды).

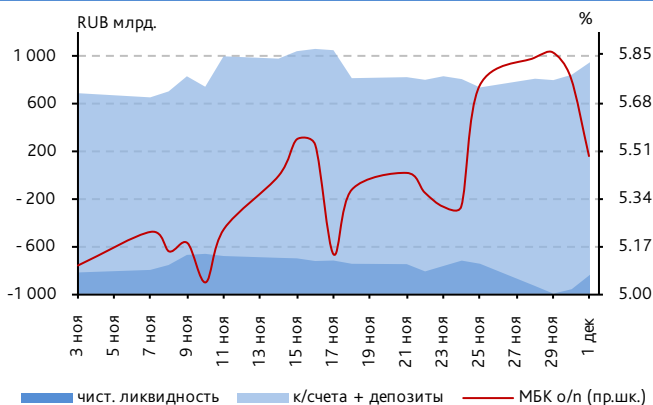
В русле пониженного спроса на ликвидность от регулятора реагировали и ставки money market. На рынке МБК внутри дня банки первого круга привлекали рублевые овернайты в среднем на 50 бп ниже уровней среды (центральный диапазон ставок по сделкам составил 4.75–5.0%), на конец дня рынок ушел ниже дневных уровней примерно на 15–25 бп. На рынке междилерского РЕПО ставки двигались в «боковике» в течение всего дня: по сделкам, обеспеченным ОФЗ и облигациями 1-го эшелона, диапазон стоимости 1-дневного привлечения составил 4.85–6.60%, однако средневзвешенная ставка по всем сделкам за день снизилась на 15–30 бп относительно среды.

Напряженность с ликвидностью сегодня продолжит отходить на второй план, а вот первая половина следующей недели ознаменуется возвратом в среду более чем RUB110 млрд. бюджетных депозитов. Недавняя риторика ЦБ о том, что первая половина декабря будет сопровождаться пиковым дефицитом рублевой ликвидности, со всей серьезностью заставляет нас ожидать отсутствие соразмерного возвращаемым средствам рефинансирования от Минфина накануне. В этом случае мы по-прежнему рассчитываем, что данный отток будет перекрываться приходом госсредств на счета кредитных организаций в рамках осуществления расходов бюджета – подробнее см. «Стратегию долговых рынков: ноябрь 2011 г.».

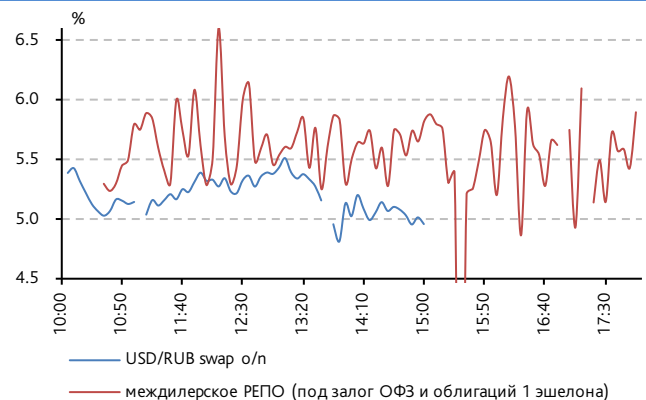


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday





Кредитные комментарии

Газпром снижает инвестиционную программу на 2012 на треть; на дивиденды ежегодно в течение следующих 3-х лет планируется направлять около RUB200 млрд.; не ожидаем увеличения задолженности в следующем году; считаем интересным новый выпуск Газпром Капитал-3

Вчера Интерфакс сообщил, что правление Газпрома обсудило бюджет на 2012 г., а также проекты бюджетов на 2013 г. и 2014 г. Инвестиционная программа на 2012 г. запланирована в размере порядка RUB800 млрд. На дивиденды в течение 2012-2014 гг. ежегодно планируется направлять около RUB200 млрд.

КОММЕНТАРИЙ

Обсуждаемый размер инвестиционной программы на 2012 г. в объеме RUB800 млрд. значительно меньше ранее обозначенного ориентира в RUB1.2–1.3 трлн., а также ниже инвестиций текущего года, ожидаемых на уровне RUB1.3 трлн. Мы считаем новость позитивной с кредитной точки зрения, но в то же время отмечаем, что она не приведет к серьезному изменению структуры денежных потоков. Скорее всего, Газпром смог бы профинансировать всю инвестиционную программу за счет операционной деятельности даже при реализации изначального сценария.

На дивиденды компания ежегодно в течение следующих трех лет планирует направлять около RUB200 млрд. Такой ориентир предполагает рост на RUB100 млрд. по сравнению с дивидендными выплатами 2011 г. размером около RUB90 млрд. Компания, вероятнее всего, сможет профинансировать выплату дивидендов, также как и инвестиции, за счет собственных средств, особенно в свете значительного снижения объема инвестиционной программы. В итоге мы не ожидаем заметного увеличения задолженности Газпрома в следующем году, что, в общем, позитивно для кредиторов компании.

Мы по-прежнему обращаем внимание на рублевый выпуск **Газпром Капитал-3**. Премия к ОФЗ порядка 100 бп при годовой ofercie является, на наш взгляд, привлекательной. Остальные рублевые выпуски выглядят неинтересно. Евробонды Газпрома предлагают премию к суверенным бумагам около 125–150 бп и могут служить альтернативой последних.



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

Газпром	Баа1/BBB/BBB
МСФО, 1П 2011	
Выручка, RUB млрд.	2347
EBITDA margin	43%
Долг/EBITDA	0.8

Лукойл утвердил 10-летнюю программу развития; главный приоритет – рост добычи; на данном этапе программа нейтральна для кредитного качества; бумаги компании неинтересны

Вчера Интерфакс сообщил, что совет директоров Лукойла утвердил программу стратегического развития на 2012–2021 гг.

КОММЕНТАРИЙ

Основными параметрами новой программы стратегического развития являются следующие:

- Увеличение добычи углеводородов темпом не менее 3.5% в год в течение следующих 10 лет. Общая добыча углеводородов ожидается на уровне 150-160 млн. тонн к 2021 г. Добыча нефти составит к 2021 г. порядка 110 млн. тонн. Основной прирост ожидается за счет проектов в Ираке, Центральной Азии, на Каспии, и в Ямало-Ненецком АО.
- Значительное увеличение инвестиций. В среднем за период 2012–2021 гг. инвестиции составят не менее USD10 млрд. в год. В 2012–2014 гг. общий объем инвестиций запланирован на уровне USD48 млрд. В 2012 г. будет потрачено USD13.9 млрд., из которых около 70% будут направлены в добычу.
- Увеличение дивидендов до 30% от чистой прибыли.

Лукойл	Баа2/BBB-/BBB-
US GAAP, 9М 2011	
Выручка, USD млрд.	99.1
EBITDA margin	15%
Долг/EBITDA	0.5

Главный итог новой программы – переход от стратегии роста свободного денежного потока к стратегии роста добычи. Такой переход выглядит особенно актуально на фоне падения добычи на 2% в 2010 г. и на 4%, ожидаемом по итогам 2011 г. Реализация новой программы потребует значительного увеличения капитальных затрат. В 2012 г. они составят USD14 млрд., для сравнения, общий объем капитальных вложений в 2011 г. вряд ли превысит USD8 млрд. Тем не менее мы полагаем, что операционного денежного потока хватит для финансирования инвестиций. Кроме того, крайне низкий уровень долговой нагрузки (показатель «Чистый долг/EBITDA» составил 0.3х на конец сентября 2011 г.), достигнутый в результате реализации стратегии максимизации денежных потоков, дает компании возможность привлекать заемное финансирование, например для выплаты дивидендов, без угрозы ухудшения кредитного качества.

Еврооблигации Лукойла торгуются на одном уровне с бумагами Газпрома и ТНК-ВР, поэтому мы не ждем от них опережающей динамики в краткосрочной перспективе. Рублевые облигации Лукойла предлагают премию к ОФЗ не более 60 бп, и поэтому также не представляют интереса.



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

Австралийский суд заморозил активы ММК в Австралии; перспективам сделки с Flinders Mines это не повредит; нейтрально для кредитного качества; к бондам относимся нейтрально

По данным Интерфакса, австралийский суд заморозил австралийские активы ММК, а именно 5% пакет акций Fortescue Metals Group.

КОММЕНТАРИЙ

Судебное разбирательство связано с иском казахской ENRC, у которой ММК по долгосрочным контрактам покупает железную руду. По данным Ведомостей, согласно договору, ММК должна была в 4К покупать не менее 1 млн. тонн руды в месяц, однако фактические покупки составляют не более 700 тыс. тонн, что и вызвало недовольство казахской стороны, обратившейся в австралийский суд.

Замороженные активы – это миноритарный пакет ММК в австралийском игроке металлургической отрасли, Fortescue Metals Group. Компания приобрела этот пакет еще в 2007 г. как финансовую инвестицию, и сейчас стоимость этого пакета составляет около USD750 млн. Представители ММК ранее заявляли, что акции Fortescue не являются предметами залога и пока не рассматриваются как инвестиция для продажи, поэтому решение австралийского суда не нанесет никакого ущерба операционным или финансовым показателям ММК, а также не повредит перспективам сделки ММК с Flinders Mines (см. «Навигатор долгового рынка» от 25.11.2011 г.). Кроме того, учитывая сравнительно высокую зависимость ММК от внешних поставок железной руды (самообеспеченность по этому сырью у компании не превышает 30%), вполне очевидно, что спор с ENRC будет в скором времени разрешен в том или ином виде.

Рублевые облигации ММК не слишком ликвидны, а их индикативная доходность находится на уровне кривой НЛМК. Мы считаем облигации ММК переоцененными и ожидаем от них постепенного увеличения спреда до уровня около 100 бп.

Дополнительно заметим, что ММК планирует погасить выпуск биржевых облигаций **ММК БО-2** 14 декабря. Решение компании выглядит вполне логичным, так как обслуживание этого займа оказывается для компании самым дорогим среди всех остальных выпусков. В условиях выпуска всех биржевых облигаций с 1-й по 5-ю серии стоит возможность подобного выкупа эмитентом в дату оферты. На наш взгляд, выпуску **ММК БО-3** подобная участь не грозит из-за очень низкого купона, который составляет 6.47% годовых.



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

ММК	Ba3/NR/BB+
МСФО, 1П 2011	
Выручка, USD млрд.	4.6
EBITDA margin	17%
Долг/EBITDA	2.8

Черкизово опубликовала неплохую отчетность по US GAAP за 9М 2011; рентабельность восстанавливается благодаря стабилизации цен на зерно; долговая нагрузка несколько снизилась; бонды дороги

Вчера один из крупнейших агрохолдингов России, Черкизово, опубликовал консолидированную отчетность по US GAAP за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели Черкизово в квартальном выражении не продемонстрировали значительного роста, однако в годовом выражении динамика выглядит более ощутимой. Выручка за 9М 2011 г. увеличилась на 24% относительно 9М 2010 г. и составила около USD1.1 млрд. Это было обеспечено увеличением как объема продаж, так и ростом цен на курятину и свинину. EBITDA выросла всего на 5% – на результатах текущего года еще сказываются эффекты прошлого года и крайне высоких закупочных цен на фуражное зерно. Тем не менее в 3К текущего года Черкизово вернулась к своим привычным уровням рентабельности по EBITDA – около 18%, и, на наш взгляд, этот показатель по итогам всего 2011 г. будет не сильно отличаться от результатов годичной давности, т.е. сохранится на уровне 17–18%.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ЧЕРКИЗОВО

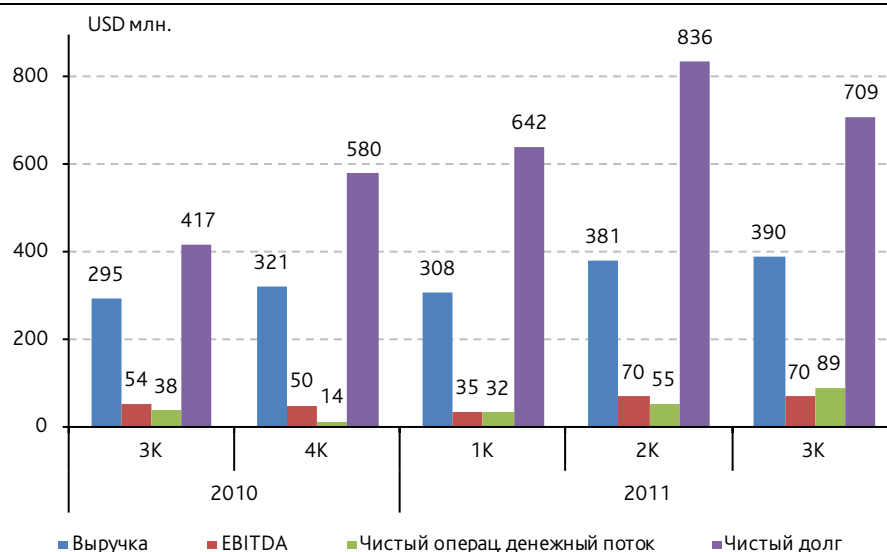
US GAAP, USD млн.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	867	1,188	1,079	2%	24%
EBITDA	167	218	175	0%	5%
Чистая прибыль	110	144	108	-14%	-1%
Чистый операц. денежный поток	152	166	176	64%	16%
Капвложения и М&А	129	180	192	-46%	49%
Свободный денежный поток	33	-4	28		-17%
Совокупный долг, в т.ч.	471	648	741	-15%	57%
краткосрочный долг	115	182	221	-23%	93%
Денежные средства и эквиваленты	54	68	32	-19%	-41%
Активы	1,254	1,471	1,665	-11%	33%
Показатели					
EBITDA margin	19%	18%	16%		
EBITDA/проценты	3.8	3.1	13.9		
Долг/EBITDA*	2.2	3.0	3.3		
Чистый долг/EBITDA*	1.9	2.7	3.1		
Долг/Собственный капитал	0.7	1.0	1.0		

* значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Черкизово впервые за последние три квартала сумела сгенерировать положительный свободный денежный поток в размере около USD30 млн. Безусловно, эту цифру сложно назвать очень значительной в особенности на фоне обширной инвестиционной программы компании (около RUB20 млрд. до 2013 г. только на птицеводческий сегмент и около USD160 млн. – на свиноводческий дивизион).

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЧЕРКИЗОВО



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Черкизово	Moody's: B2
US GAAP, 9М 2011	
Выручка, USD млн.	1,079
EBITDA margin	16%
Долг/EBITDA	3.3

Совокупный долг компании в пересчете на USD за квартал несколько снизился, что связано преимущественно с девальвацией рубля. Напомним, что во 2К 2011 г. Черкизово приобрела другого крупного игрока агропромышленного сектора, Моссельпром, затратив на сделку около USD44 млн. денежных средств и консолидировав чуть более USD180 млн. долга. По заявлению представителей компании, практически весь долг по итогам 9М 2011 г. был субсидируемым и средняя ставка по нему составила около 2%. Безусловно, такая невысокая ставка является необременительной даже при столь существенной долговой нагрузке по показателю «Чистый долг/EBITDA», однако дальнейший рост долга, который произойдет в 2012 г. из-за активных инвестиций в птицеводческий проект в Липецкой области, может, в случае отмены госсубсидий по ставкам, обернуться для Черкизово сложностями с обслуживанием долга.

Единственный рублевый выпуск Черкизово, присутствующий на рынке, предлагает доходность около 9.5% при дюрации в 2 года. На наш взгляд, этот уровень остается заниженным для агропромышленной компании с рейтингом уровня «B2», и мы не ожидаем от бондов Черкизово положительной ценовой динамики.



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

Номос Банк предоставил отчетность за 9М 2011 по МСФО: рентабельность банка снизилась из-за убытков на финансовых рынках, а активный рост кредитного портфеля привел к давлению на уровень достаточности капитала; нейтрально смотрим на долговые бумаги банка

КОММЕНТАРИЙ

Номос Банк опубликовал отчетность за 3К и 9М 2011 г. по МСФО, также менеджмент банка провел телеконференцию с участниками рынка. Чистая прибыль банка в 3К 2011 г. по МСФО была ожидаемо ниже итогов прошлых кварталов из-за потерь от операций с ценными бумагами (см. потери банка за 3К 2011 г. по РСБУ в «[Навигаторе банковского сектора](#)» от 27.10.2011 г.), что негативно повлияло на показатели рентабельности. В 3К 2011 г. банк активно наращивал кредитный портфель при сохранении его высокого качества, но ориентация на более высокий кредитный риск и стремительные темпы роста бизнеса оказала давление на уровень достаточности капитала, а отстающие темпы привлечения средств клиентов в пассивы привели к росту зависимости банка от оптового фондирования. Рассмотрим более детально основные тенденции финансовых показателей:

- **Снижение показателей рентабельности.** За 3К 2011 г. банк заработал только RUB0.8 млрд. чистой прибыли из-за потерь от операций с ценными бумагами. В результате показатель рентабельности ROAE снизился до 14.5% по итогам 9М 2011 г. Впрочем, если исключить негативный эффект от операций с ценными бумагами, то ROAE остался на прежнем уровне порядка 20%.
- **Убыток банка от операций с ценными бумагами.** В 3К 2011 г. потери составили RUB2.9 млрд. вследствие негативной рыночной конъюнктуры при высокой степени риска инвестиционного портфеля. Вложения в финансовые инструменты представлены преимущественно долговыми инструментами (около 90%), точнее облигациями и еврооблигациями банковского и корпоративного секторов (81% от инвестиций в долговые бумаги), которые в большей степени были подвержены распродажам в 3К 2011 г. Заметим, что убыток в 3К 2011 г. включает в себя нереализованные потери по бумагам из-за их отрицательной переоценки. По оценкам менеджмента, банку уже удалось отыграть около половины убытков 3К 2011 г. в результате коррекции на финансовых рынках.
- **Стремительные темпы роста кредитного портфеля.** Ссудный портфель до отчислений в резервы вырос на 17.1% за 3К 2011 г. до RUB473.3 млрд., увеличившись более чем на треть с начала года. При этом активизация кредитования розничных клиентов и компаний малого и среднего бизнеса при консервативном подходе формирования провизий обусловила рост отчислений в резервы, в результате чего стоимость риска выросла, по нашим оценкам, до 2.0% по итогам 9М 2011 г. (0.8% в 1П 2011 г.).

Номос Банк	Ва3/NR/BB
<i>МСФО, 9М 2011</i>	
Кредиты, RUB млрд.	473.3
NPLs (+90 дней)	1.9%
NIM	5.0%

В 4К 2011 г. представители банка прогнозируют снижение темпов роста кредитования и ожидают сохранения текущей величины ссудного портфеля к концу года из-за более осторожного подхода к формированию кредитного риска.

- **Сохранение качества займов.** Примечательно, что банку удалось сохранить долю NPLs (свыше 90 дней) в ссудном портфеле на высоком для отрасли уровне в 1.9%. Однако стоит заметить, что кредитный портфель характеризуется высокой концентрацией клиентов (на 10 клиентов приходится 18% ссуд), также велика доля займов компаниям с повышенными отраслевыми рисками. Так, около 22% кредитного портфеля формируют ссуды клиентам строительного сектора и сектора недвижимости, еще около трети портфеля приходится на торговые и финансовые компании.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ НОМОС БАНКА

МСФО, RUB млрд.	2010	2010*	1К 11	1П 11	9М 11
Чистые процентные доходы	14.4	14.4	6.2	12.9	20.2
Чистые комиссионные доходы	2.1	2.1	1.1	2.6	4.2
Операционные доходы до резервов	21.3	21.3	8.3	18.2	28.2
Операционные расходы	-8.0	-8.0	-3.6	-8.4	-12.5
Отчисления в резервы	-4.1	-4.1	-0.6	-1.6	-6.3
Чистая прибыль	7.4	7.4	3.2	6.2	6.9
Денежные средства	55.3	46.7	54.2	38.4	22.2
Ценные бумаги	82.1	54.9	92.0	85.7	83.4
Кредитный портфель, gross	354.9	247.8	371.0	404.1	473.3
Резервы	-15.6	-9.3	-15.0	-16.3	-18.6
Кредитный портфель, netto	339.3	238.5	355.0	387.8	454.7
Средства кредитных организаций	59.8	45.0	91.4	95.7	121.0
Средства клиентов, в т.ч. частных клиентов	313.4 118.6	212.1 64.7	314.6 120.6	318.2 125.2	348.2 124.6
Долговые ценные бумаги размещенные	67.6	41.0	71.1	59.5	59.0
Субординированный долг	27.1	24.9	26.3	23.0	31.7
Собственный капитал	57.9	36.2	61.3	69.7	70.1
Активы	530.2	361.9	569.7	572.2	644.2
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	14.8%	25.6%	21.7%	19.4%	14.5%
Доходность активов (ROAA)	1.8%	2.8%	2.4%	2.2%	1.6%
Расходы/Доходы	37.6%	37.6%	43.9%	46.2%	44.2%
Чистая процентная маржа (NIM)	3.9%	4.9%	5.0%	5.1%	5.0%
NPLs(свыше 90 дней)/Кредиты	2.4%	2.1%	2.4%	2.1%	1.9%
Резервы/NPLs (x)	1.8	1.8	1.7	1.9	2.1
Стоимость риска	1.6%	1.9%	0.7%	0.8%	2.0%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	10.6%	н.д.	11.2%	12.3%	11.9%
Достаточность капитала (TCAR)	15.6%	н.д.	15.9%	16.3%	15.9%

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

- **Давление на уровень достаточности капитала.** Показатель Tier 1 снизился на 0.4 п.п. за квартал до 11.9%. Данный уровень является приемлемым (банк видит комфортное значение в районе 10.5%), но отстает от конкурентов, предполагая меньший запас прочности в случае ухудшения операционной среды. Поэтому намерения банка снизить темпы роста кредитного портфеля вполне оправданы. Отметим, что реализация мер по наращиванию капитала за счет проведения SPO и выпуска субординированных облигаций в следующем году зависит от конъюнктуры на рынках, где, по всей видимости, еще долгое время будет преобладать волатильность.
- **Рост зависимости от оптового долга.** Показатель «Кредиты/Депозиты» вырос за 3К 2011 г. на 8.7 п.п. и достиг 131%, что является весьма высоким показателем для отрасли. Основная причина – финансирование роста кредитного портфеля в 3К 2011 г. преимущественно за счет привлечения средств банков и корпоративных клиентов (+RUB64.5 млрд. в совокупности). Тогда как объем средств частных клиентов остался на прежнем уровне (RUB125 млрд.). Представители банка объясняют данную тенденцию отставшей от рынка ценовой политикой по розничным депозитам и доступом к более дешевым банковским ресурсам, что позволяет контролировать стоимость фондирования и поддерживать стабильность чистой процентной маржи.

Мы склонны полагать, что долговая нагрузка Номос Банка не критична для ликвидности банка в среднесрочной перспективе, учитывая накопленный объем ликвидных средств, комфортный график погашений по облигациям на диапазоне ближайшего года (RUB5.9 млрд. в 2012 г.), доступ к средствам банков и потенциал поддержки со стороны акционеров. Заметим, что согласно данным РСБУ, средства Минфина достигли RUB10.5 млрд. в пассивах банка к 01.11.2011 г., что предполагает потенциал дополнительного привлечения средств, по нашим оценкам, на уровне не более RUB4.0 млрд. При этом привлеченные кредиты ЦБ в объеме RUB6.6 млрд. (по итогам 9М 2011 г.) банк успешно погасил в ноябре.

Мы нейтрально смотрим на бонды Номос Банка как на внутреннем, так и внешнем рынке. На данный момент старшие еврооблигации Номос Банка торгуются практически на одном уровне с кривой Альфа-Банка, а субординированные евробонды предполагают премию не выше 70–80 бп, что, на наш взгляд, неинтересно.



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

Российская макроэкономика

ЗВР Банка России снизились за неделю на USD4.9 млрд.; причина – падение курсов евро и золота; ожидаем дальнейшее сокращение резервов

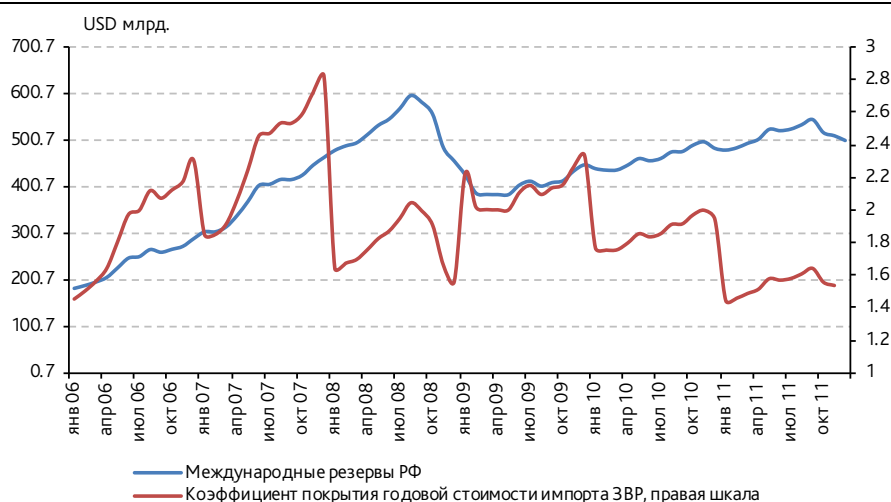
В очередной раз международные резервы РФ сокращаются, за период 18–25 ноября 2011 г. – на USD4.9 млрд., итого, по состоянию на последнюю отчетную дату, ЗВР равны USD510.2 млрд. Понижительная динамика резервов наблюдается с начала осени, поэтому существуют достаточные основания утверждать, что данная тенденция является устойчивой. Анализ изменений номинальных валютных курсов позволяет получить приближенные оценки потерь. Исходя из структуры валютной части резервов USD – 45.3%, EUR – 42.8%, GBP – 9.2%, JPY – 1.5%, AUD – 0.8%, можно предположить, что девальвация резервных валют по отношению к доллару США способствовала потерям в размере USD2.6 млрд. Свой вклад внесло и падение цены на золото, объем которого ЦБ намерен наращивать. Основываясь на последних доступных данных, мы оцениваем потери «золотой» части резервов в USD1.6 млрд.

В то же время мы не исключаем существенные убытки, обусловленные падением курсовой стоимости первоклассных иностранных гособлигаций, входящих в портфель Банка России. За неделю 18–25 ноября падали в цене 10-летние облигации Великобритании (–0.32%), Франции (–1.84%), Германии (–1.88%), России (–0.98%), приросли только американские UST (+0.42%). Мы рассчитываем на профессионализм портфельных управляющих ЦБ РФ, которые минимизировали потери как от валютной переоценки, так и от падения стоимости финансовых инструментов. В противном случае международные резервы могли бы сократиться до USD495 млрд., если бы географическое распределение валютных активов оставалось неизменным с весны текущего года. Последняя доступная информация по страновой структуре: США – 34.7%, Франция – 25.4%, Германия – 21.3%, Великобритания – 8.0%, Россия – 1.2%, прочие – 9.4%.

Учитывая фактическую динамику номинальной стоимости бивалютной корзины и перечисленные выше факторы, мы оцениваем объем суммарных потерь по операциям Банка России на внутреннем рынке и от переоценки первоклассных иностранных гособлигаций в диапазоне USD750–780 млн.

Другой тревожной тенденцией является относительно устойчивое снижение коэффициента покрытия годовой стоимости импорта международными резервами. За последний год произошел очередной структурный сдвиг в динамике данного показателя, что оказывает дополнительное давление на стоимость национальной валюты и условия внешней торговли (см. диаграмму).

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА МЕЖДУНАРОДНЫХ РЕЗЕРВОВ БАНКА РОССИИ



Источник: Банк России, НБ «Траст»



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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
1 дек	Удмуртия-5	2.0	10.15%	5	10.41%
1 дек	Татфондбанк-Збо	2.0	12.25%	1*	12.60%
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%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
2 дек	Карелия-14	1.0	9.99%	5
5 дек	Автодор-1	3.0	9.25-9.75%	5
6 дек	Башнефть-160	10.0	9.50-9.75%	2*
6 дек	Красноярский край-5	9.0	н.д.	5
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.50-10.50%	5*
7 дек	АИЖК-23	14.0	н.д.	18
8 дек	Бинбанк-Збо	2.0	11.75-12.5%	1*
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
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	Разгуляй-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%	12.25%	1*
16 дек	Трансфин-М-04	0.4	11.00%	9.50%	3
16 дек	Трансфин-М-05	0.4	11.00%	9.50%	1*

* 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	Разгуляй-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
14 ноя	GazpromBank 13C	CHF	420	4.38%	2
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

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

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 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

Артём 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 намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка.

Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не 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.