

В оставшиеся до конца года несколько месяцев инвесторы оказались перед непростым выбором: сохранить уже заработанную прибыль или поучаствовать в очередном ралли, связанном с возможным стартом новой программы количественного смягчения (QE-2). Вероятность последнего, судя по настроениям сентябрьского заседания ФРС, достаточно высока.

На этой неделе стартует сезон публикации важных макроэкономических данных, которые помогут стать ключевыми при принятии важных экономических решений, способных задать направление движения финансовых рынков на несколько месяцев вперед. На этой неделе на рынке стартовало ралли. Теперь основной вопрос: когда фиксировать прибыль? Возможно, стоит дождаться ноябрьского заседания ФРС.

**В настоящее время мы рассматриваем 4 сценария развития американской экономики и движения процентных ставок.** Базовым остается сценарий «Квадратный корень» с вероятностью реализации 60%, представляющий медленное неустойчивое экономическое восстановление американской экономики, а доходность UST10 продолжит колебаться в диапазоне 2,5–3,5% (см. «Рынок еврооблигаций», стр. 2).

#### Торговые идеи на рынке еврооблигаций:

**Сектора.** Среди отдельных секторов мы хотели бы отметить эмитентов из нефтегазового сектора, а также сотовые и транспортные компании, денежные потоки которых устойчивы к нестабильным темпам роста мировой экономики.

**Выпуски.** Короткие и средние качественные выпуски качественных эмитентов представляющие защиту на случай роста процентных ставок в среднесрочной перспективе и позволяющие поучаствовать в возможном ралли в краткосрочной перспективе (Газпром, Транснефть).

Использовать корпоративные новости для пополнения портфелей: расширившиеся спреды **Vimpecom 18** на волне M&A новостей, **Transneft 12** и **Transneft 14** из-за беспокойства относительно возможного досрочного погашения выпусков, банковские субординированные выпуски с завышенной премией за «субординацию» **Alfa-Bank 17** и **RSHB 16** (см. стр. 15).

**На рублевом рынке в отсутствие внешних экономических шоков благоприятная ситуация облигаций сохранится**, по меньшей мере, до конца года и в первой половине следующего года на фоне благоприятной ситуации с ликвидностью и сохранения значительного спроса на рублевые облигации в силу отсутствия достойной альтернативы в текущих рыночных условиях. Из рисков отметим внешние шоки, из внутренних факторов – масштабные планы Минфина по размещению ОФЗ в 2011 г. и ускорение инфляции, что может заставить монетарные власти рано или поздно задуматься о повышении ставок. Постепенное возвращение 3-го эшелона требует качественного анализа кредитного риска (см. «Внутренний рынок», стр. 9).

#### Торговые идеи на рублевом рынке облигаций:

**Сектора.** Покупка выпусков в ожидании улучшения кредитного качества в течение ближайшего времени: электроэнергетика, нефтегазовые и горнорудные предприятия.

**Выпуски.** Выпуски эмитентов-кандидатов на покупку более сильными акционерами **ТКБ, Копейка**.

Участие в первичных размещениях в расчете либо на премию на аукционе, либо переоценку обращающихся выпусков.

Недооцененные выпуски: **Евразхолдинг Финанс-1** и **3** и **Сибметинвест-1** и **2**; выпуски **АИЖК** (см. стр. 15).



*До конца года инвесторы должны сделать непростой выбор: сохранять уже заработанную прибыль или поучаствовать в очередном ралли*

## Рынок еврооблигаций. Будет ли ралли-2?

В оставшиеся до конца года месяцы инвесторы оказались перед непростым выбором: сохранить уже заработанную прибыль или поучаствовать в очередном ралли, связанном с возможным стартом новой программы количественного смягчения. Вероятность последнего, судя по настроениям сентябрьского заседания ФРС (QE-2), довольно велика. Начало октября показало, что ралли стартовало. Теперь основной вопрос – когда фиксировать прибыль? Возможно, стоит дождаться ноябрьского заседания ФРС.

Власти, похоже, не спешат делать поспешных шагов в части изменения экономической политики, и, вероятнее всего, в политику будут вноситься незначительные коррективы по мере публикации экономических данных.

Выходящая в ближайшие недели статистика по экономике США может послужить толчком к глобальному пересмотру инвестиционных портфелей в пользу долговых инструментов. Также не стоит забывать про приближающиеся промежуточные выборы в парламент США, которые могут сопровождаться обещаниями мер по стимулированию экономики.

## Экономике могут потребоваться новые и новые деньги

На наш взгляд, уровню ликвидности на мировых финансовых рынках в ближайшее время ничто не угрожает. Соответственно, премия за возможное уменьшение ликвидности на рынке не будет расти: большинство фактов, в том числе результаты сентябрьского заседания ФРС, указывает на то, что меры по стимулированию экономики сохранятся. Потенциальная угроза может исходить только от событий, которые могли бы вызвать рост неопределенности и, следовательно, недоверия на рынке, сопоставимых с банкротством Lehman Brothers или обострением долгового кризиса в Европе, или еще в какой-нибудь части планеты. Какой очередной класс некачественных активов окажется в поле зрения инвесторов, и главный вопрос – когда этого ждать? Никто не даст ответа. Тем не менее, если что-то и «выстрелит», то, вероятно, не до конца этого года и еще есть время, чтобы предпринять меры по предотвращению критической ситуации. Теперь осталось властям доказать инвестиционному сообществу, что выигранное время тратится не зря.

Страны Евросоюза заявили о поддержке объема программ количественного смягчения минимум на текущем уровне, а Япония, США и Великобритания не исключают дальнейшего расширения программ стимулирования. Пока не до конца ясно какой путь выберет Китай, экономика которого время от времени показывает признаки замедления при том, что может столкнуться с проблемой раздувания пузыря на рынке недвижимости.

Рост экономики ряда стран в 2010 г., % г/г

Страна	До пересмотра		После пересмотра	
<b>МВФ</b>				
США	3,1%	апрель	3,3%	июль
Германия	1,2%		1,4%	
Япония	1,9%		2,4%	
Китай	10,0%		10,5%	
<b>ОЭСР</b>				
США	3,2%	июнь	2,1%	сентябрь
Германия	1,9%		3,1%	
Япония	3,0%		1,5%	
Китай	11,1%		-	
<b>ФРС</b>				
США	3,2–3,7% (апрель)		3,0–3,5% (июнь)	

Источник: МВФ, ОЭСР, ФРС

*Ликвидность сохранится на высоком уровне*

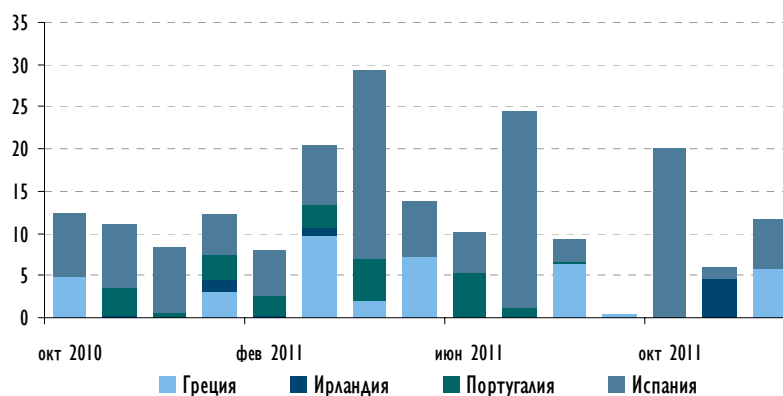
## 2–3 ноября ФРС может запустить QE-2

**США.** В августе ФРС приняла решение не сокращать объем ликвидности за счет реинвестирования средств, полученных в результате погашения ипотечных ценных бумаг, в КО США. Иными словами, регулятор планирует сохранить объем активов на балансе на постоянном уровне более 2,0 трлн долл., что будет способствовать сохранению значительного объема ликвидности в банковской системе. Результаты заседания ФРС в сентябре можно было интерпретировать как готовность запустить вторую часть количественного смягчения уже на следующем заседании ФРС, которое состоится 2–3 ноября, если, конечно, экономическая статистика не покажет радикального улучшения.

Мы также не исключаем и введения дополнительных мер по стимулированию экономики в случае дальнейшего замедления роста, а также попыток провести структурные реформы (инфраструктурные проекты, программы восстановления ипотеки и пр.) для создания новых рабочих мест на смену утраченным во время кризиса.

**Еврозона.** После принятия трехлетней миллиардной программы по поддержанию европейских стран с долговыми проблемами, ждать в скором времени резкого обострения долговой проблемы не стоит, о чем может свидетельствовать отсутствие пиков платежей по долгам в ближайшее время (небольшой всплеск по сравнению с пиками платежей в 2010 г. предстоит в апреле 2011 г.).

### График погашения долгов рядом европейских стран, млрд евро



*График погашения долга странами PIGS не предполагает значительных пиков платежей в 2010–2011 гг.*

Источник: данные Bloomberg, оценки Газпромбанка

В то же время инвесторы будут по-прежнему достаточно остро реагировать на новости о прогрессе европейских правительств в сокращении бюджетного дефицита и о возможных последствиях для экономик. Развитие в европейских странах будет оставаться крайне неравномерным: подъем в Германии и Франции; депрессия в периферийных странах. Скорее всего, немецкая экономика не сможет в одиночку стать источником роста в еврозоне.

Вопрос о сворачивании мер по поддержке экономики (exit strategy), скорее всего, будет рассмотрен не ранее 1-го кв. 2011 г. Так, согласно ожиданиям участников рынков, повышение ставок не будет обсуждаться до второй половины следующего года. Впрочем, мы не исключаем, что в случае дальнейшего ухудшения перспектив роста, ряд стран, наоборот, может все-таки решиться на расширение программы экономической помощи.

**Китай.** В силу отсутствия достоверной статистики китайская экономика по-прежнему остается загадкой для многих инвесторов, и потенциальным источником новой волны волатильности на финансовых рынках. Оценки перспектив региона зачастую противоположны: от апокалипсического сценария hard landing до вполне позитивного – сохранения темпов роста экономики вблизи уровней последних лет. В ближайшее время значительных негативных новостей, которые могли бы негативно повлиять на спрос на сырьевые товары, мы не ожидаем.



## Рынок еврооблигаций: богатый выбор при отсутствии альтернатив?

В силу того, что у экономистов и политиков нет четкого представления о том, что необходимо делать, чтобы исправить ситуацию, в ближайшее время на рынках неизбежно будет присутствовать высокая волатильность. Примененные методы не продемонстрировали свою эффективность. Рецепты, которые можно позаимствовать из прошлого опыта, игроков не устраивают, и, судя по всему, придется, оглядываясь на выходящую статистику, прокладывать новый путь который, очевидно, будет сопровождаться ошибками.

В настоящее время американская экономика «забуксовала» на ранней фазе нового бизнес-цикла (Initial recovery), китайская – стала замедляться. Начиная с мая-июня этого года, инвесторы вновь начали гадать о перспективах развития мировых экономик (в первую очередь, США и Китая) и пытаться предсказать дальнейшее движение уровня процентных ставок. В настоящее время мы выделили четыре возможных сценария движения процентных ставок до конца 2011 г., каждому из которых присвоили свой вес, основываясь на нашем видении ситуации. Веса сценариев могут быть скорректированы и данные уточнены по мере выхода статистики, прежде всего, по экономике США.

*В настоящее время мы выделили четыре возможных сценария движения процентных ставок до конца 2011 г.*



## Основные характеристики сценариев, октябрь 2010 г.

Основные индикаторы		«Квадратный корень»	«Японский» (рецессия)	«Стагфляционный»	«Быстрое восстановление»
		60%	20%	10%	10%
Инфляция	- ИПЦ (базовый) - ИЦП	1–1,5%	менее 1%	Ускорение инфляции, прежде всего, цен на энергоносители и продукты питания, рост базовой инфляции — более 2,0%	Сохранение базовой инфляции на уровне 1,5–2,0%
ВВП	ВВП	1,0–2,0%	менее 1,0%	менее 2,0%	Ускорение темпов роста в 4-м кв. 2010 г. — начале 2011 г. — более 3%
Рынок труда	- Занятость - Число заявок на пособия по безработице	Безработица — не менее 9%	Безработица — более 10%	Безработица — не менее 9%	Формирование устойчивого тренда на снижение безработицы
Потребительский спрос	- Розничные продажи - Потребительские расходы - Индекс потребительской уверенности - Сбережение домохозяйств - Статистика по рынку недвижимости	Снижение потребительской уверенности и долговой нагрузки домохозяйств	Снижение потребительской уверенности и долговой нагрузки	Медленное снижение долговой нагрузки	Рост потребительской уверенности, спроса на кредиты и числа сделок с недвижимостью
Инвестиции	- Заказы на товары длительного пользования - Коэффициент загрузки мощностей - Запасы/Продажи - ISM (PMI)	PMI в районе 50	PMI менее 50, снижение инвестиций в запасы	PMI в районе 50	Рост запасов, PMI более 50
Внешняя торговля	- Сальдо торгового баланса - Обменный курс	—	—	Вероятно ослабление валюты	Вероятно укрепление валюты
Отчеты компаний	- Отчетность компаний - Качество кредитов	Смешанные показатели	Снижение прибыли, ухудшение качества кредитов	Смешанные показатели	Рост прибыли, улучшение качества кредитов
Сырьевые товары		Нейтрально	Негативно	Рост цен	Рост цен
Политика ФРС	- Ставка ФРС - Количественное смягчение - Агрегат M2	ставка на уровне 0–0,25%, сохранение/небольшое расширение программы QE	ставка на уровне 0–0,25%, значительное расширение программы QE	Повышение ставки	Повышение ставок со второй половины 2011 г., Возможно прекращение QE во 2-й половине 2011 г.
Доходность UST10		2,5–3,5%	ок. 1,5%	>4,0%	3,0–4,0%
Кредитные спреды		Рост спроса на НГ, возможно сужение кредитных спредов в случае снижения волатильности на финансовых рынках	Расширение спредов для НУ, рост спроса на НГ в рамках перестройки инвестиционных портфелей	Расширение спредов для НУ, рост спроса на НГ, рост премии за более длинную дюрацию	Сужение кредитных спредов (снижение риска дефолтов) на коротком конце кривой доходности за счет роста процентных ставок; давление на ставки в средней и длинной части кривой (рост премии за более длинную дюрацию)
Текущие рекомендации (российские еврооблигации)		НГ выпуски	НГ выпуски, в зависимости от сектора	Короткие выпуски, в зависимости от сектора	Короткие выпуски

Источник: прогнозы Газпромбанка

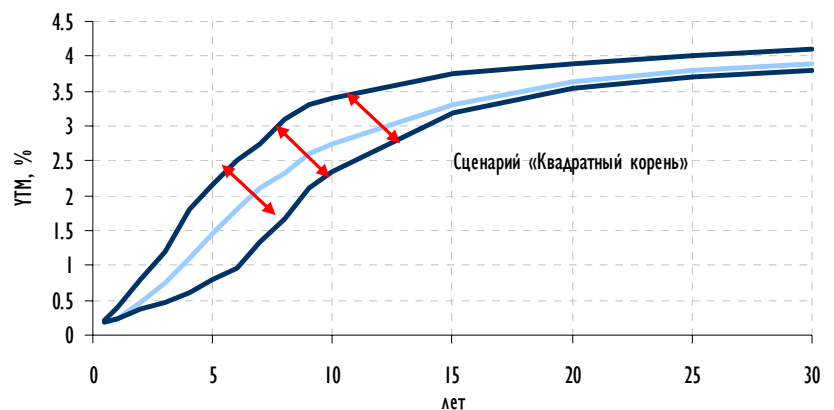


## Сценарии для рынка UST на конец 2010 – 2011 гг.

- ▶ **Сценарий «Квадратный корень»** (вероятность реализации 60%): медленное неустойчивое экономическое восстановление. Согласно этому сценарию, американский потребительский сектор продолжит снижать свою долговую нагрузку как за счет ограниченной доступности кредитов, так и за счет нежелания их брать в условиях нестабильного рынка труда. Безработица будет снижаться крайне неохотно, потребительский спрос – оставаться вялым, рост экономики будет медленным и нестабильным, а инфляция – невысокой. Дополнительные фискальные стимулы маловероятны, а ФРС продолжит держать ключевую ставку на нынешнем уровне 0–0,25% в течение всего 2011 г. Вероятно возобновление количественного смягчения как в форме выкупа долгосрочных Treasuries, так и в форме прямой инъекции ликвидности в ключевые рынки (скупка ABS и MBS). Тем не менее объемы дополнительных вливаний ликвидности вряд ли будут большими. Подготовка к ужесточению денежно-кредитной политики и начало изъятия дополнительной ликвидности вероятно не ранее четвертого квартала. **В таких условиях доходность UST10, скорее всего, большую часть времени будет колебаться в диапазоне 2,5–3,5%.**

*В ближайшее время доходность UST10, вероятно, продолжит колебаться в диапазоне 2,5–3,5%*

Кривые доходности UST

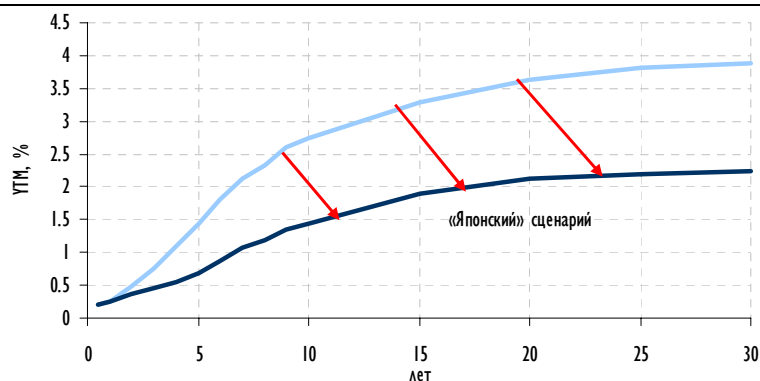


Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка

- ▶ **«Японский» сценарий** (вероятность реализации 20%). В рамках этого сценария американская экономика повторно скатывается в рецессию, при этом по политическим причинам дополнительные меры по фискальному стимулированию либо вообще не принимаются, либо незначительны. В таких условиях основная тяжесть стимулирования экономики ложится на плечи ФРС. Количественное смягчение возобновляется, причем как в форме скупки долгосрочных UST, так и в форме прямых инъекций ликвидности в отдельные сектора экономики на фоне стагнирующего банковского кредитования. Объемы инъекций новой ликвидности значительны. **В рамках второго сценария не исключено снижение доходности десятилетней казначейской ноты до 1,5% и ее последующая стабилизация на этих уровнях.**

*Про «Японский» сценарий не стоит забывать...*

Кривые доходности UST

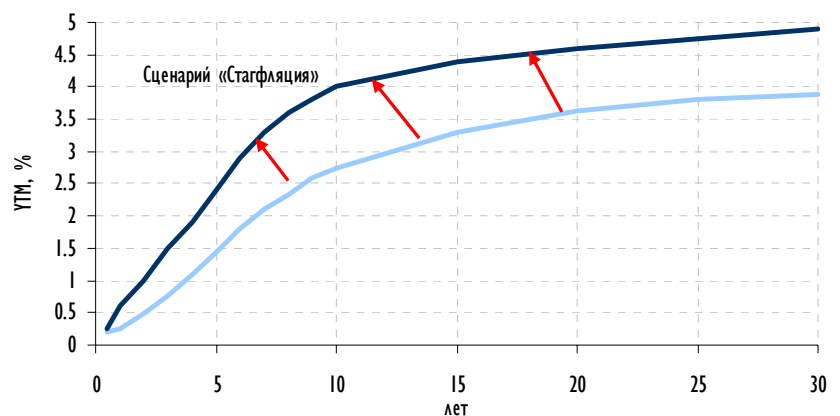


Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка

**В рамках стагфляционного сценария ФРС возможен рост доходности UST10 до 4,0% и выше**

- ▶ **«Стагфляционный» сценарий (вероятность реализации 10%).** В рамках этого сценария избыточная ликвидность, которую банки накопили на счетах в ФРС в результате количественного смягчения, «разогревает» товарные рынки, рост цен на которых приводит к увеличению издержек бизнеса. Сначала ускоряются темпы инфляции в высоковолатильных сегментах продуктов питания и энергоносителей, а затем начинается «просачивание» инфляции издержек и в базовую инфляцию, даже несмотря на значительный гэп ВВП, стагнацию кредитования и банковского мультипликатора. В таком случае не исключен рост инфляционного давления, несмотря на слабость конечного спроса и американской экономики в целом. В рамках этого сценария ФРС может начать преждевременное изъятие ликвидности, и возможен рост доходности UST10 до 4,0% и выше.

Кривые доходности UST

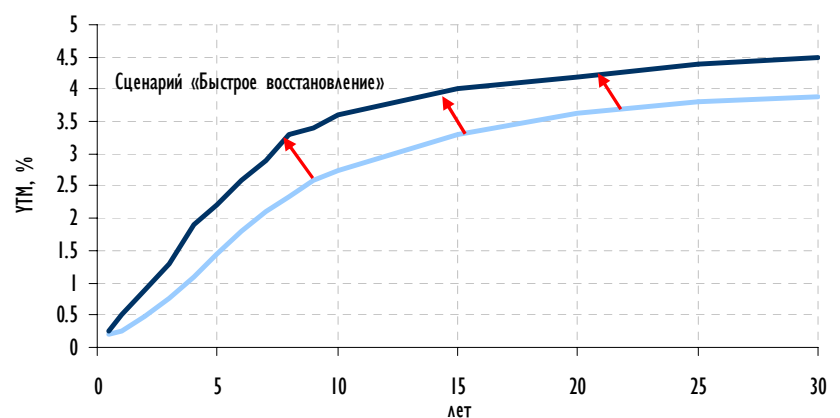


Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка

**В случае быстрого восстановления экономики доходность UST10 будет колебаться в диапазоне 3,0–4,0%**

- ▶ **«Быстрое восстановление экономики» (вероятность реализации 10%).** В рамках этого сценария американская экономика продолжит динамично восстанавливаться в течение 4-го квартала 2010 г. и всего 2011 г. Уровень безработицы медленно, но уверенно снижается, базовая инфляция остается в целевых рамках 1,5–2,0%. В таких условиях к середине 2011 г. ФРС может приступить к изъятию избыточной ликвидности и одновременному повышению базовой ставки и ставки, начисляемой на избыточные резервы. В рамках этого сценария доходность UST-10, вероятно, будет колебаться в диапазоне 3,0–4,0%.

Кривые доходности UST



Источник: Bloomberg, прогнозы Газпромбанка



## Кредитные спреды по-прежнему широки?

Несмотря на то, что за последний год спреды российских бумаг к UST заметно сузились, они все же остаются далеки (CDS5-спред около 150–170 б. п.) от минимумов, достигнутых как накануне кризиса в 2007 г. (около 40 б. п.), так и в апреле 2010 г. (120–130 б. п.). Постоянно присутствующий на рынке фактор «бегства в качество» может быть одной из причин сохранения столь широкого спреда. Однако инвесторы могут находить и другие субъективные причины, которые останавливают их от покупок российских еврооблигаций, что находит отражение, например, в том, что российские суверенные еврооблигации инвестиционного уровня (BBB/Baa1/BBB) торгуются на одних уровнях с турецкими долгами спекулятивного (BB-/Ba2/BB+). Мы не исключаем сужения данного спреда в случае реализации сценариев «Квадратный корень» и «Японский».

**Динамика пятилетнего CDS5-спреда**



Источник: Bloomberg

**Суверенные спреды продолжают сужение в случае реализации сценариев «Квадратный корень» и «Японский»**

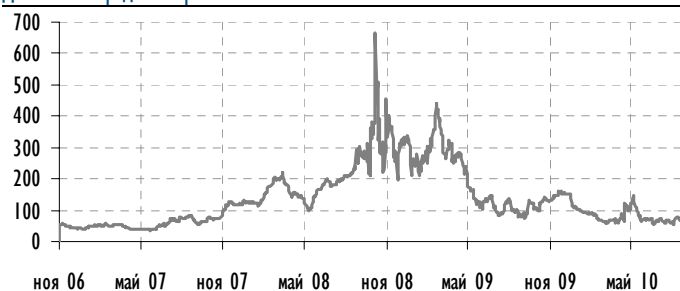
**Кредитные спреды по-прежнему шире докризисных уровней**

Также отметим, что спреды российских корпоративных бумаг остаются на более широких уровнях по сравнению с докризисными. Например, премия выпуска Gazprom 16 к Russia 30 в два раза превышает докризисный уровень: 80–100 против 40–50 б. п. Причинами этого могут быть как возросшее предложение риска отдельных российских компаний за последний год, так и ожидания роста уровня кредитного риска в случае реализации сценариев с замедлением темпов роста мировой экономики, а также роста процентных ставок в среднесрочной перспективе. Также после кризиса инвесторы стали более требовательными к премии за низкую ликвидность, характерную для большинства корпоративных выпусков.

Среди отдельных секторов мы хотели бы отметить эмитентов из нефтегазового сектора, прежде всего – Газпром и Транснефть, а также сотовые и транспортные компании (Вымпелком, МТС и НМТП), денежные потоки которых устойчивы к нестабильным темпам роста мировой экономики.

В последнее время, на первый взгляд, спокойный российский сектор корпоративных еврооблигаций все же предоставляет инвесторам возможность заработать. Если в апреле – мае на новостях об аварии в Мексиканском заливе в фокусе были выпуски ТНК-ВР, то в августе в центре внимания оказались выпуски Вымпелкома. Также беспокойство у инвесторов вызывает возможная приватизация государственных пакетов акций в ряде компаний, например, Транснефть и НМТП.

**Динамика спреда Газпром-16 к Россия-30**



Источник: Bloomberg

**Рекомендуем обратить внимание на выпуски Vimpelcom 18, Transneft 12, Transneft 14**





## Внутренний рынок облигаций

**Цикл снижения ставок завершился — в настоящее время это мало у кого вызывает сомнения**

Цикл снижения ставок завершился — в настоящее время это мало у кого вызывает сомнения. Основной вопрос — когда ЦБ может начать повышать ставки? На наш взгляд, Банк России дожидается данных по инфляции за октябрь — ноябрь, перед тем как серьезно менять свою политику в отношении процентных ставок.

Несмотря на то, что процентные ставки (по операциям прямого РЕПО и ставка рефинансирования) являются больше индикативными, чем реальными для рублевого рынка в условиях избыточной ликвидности, тем не менее, их изменение может оказать психологическое давление на рублевый рынок. ЦБ также будет ориентироваться не только на темпы роста инфляции, но и на необходимость продолжать стимулировать экономику за счет более доступных средств, то есть низких процентных ставок.

В результате, мы ожидаем, что благоприятная ситуация на рынке рублевых облигаций в отсутствие внешних экономических шоков сохранится, по меньшей мере, до конца года и будет по-прежнему поддерживаться:

**Поддержку внутреннему рынку облигаций оказывает как избыточная ликвидность, так и отсутствие достойной альтернативы облигациям**

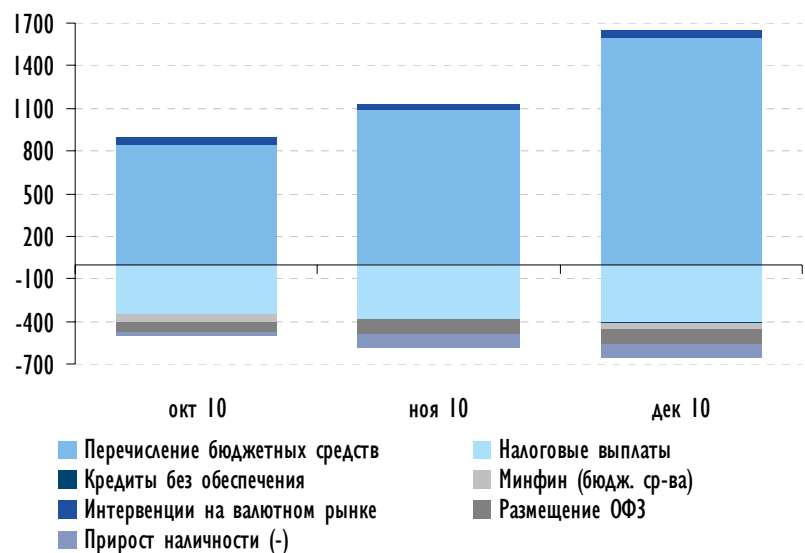
- ▶ высоким уровнем ликвидности, который продолжит расти,
- ▶ сохранением высокого спроса на рублевые облигации в отсутствие достойной альтернативы в непростых текущих рыночных условиях.

Из рисков отметим внешние шоки, из внутренних факторов — масштабные планы Минфина по размещению ОФЗ.

### Рынок рублевой ликвидности: тенденции до конца года

Ситуация на российском денежном рынке с начала 2010 г. оставалась чрезвычайно благоприятной. Банки к началу года накопили значительный объем ликвидных средств (здесь и далее сумма остатков на корсчетах, депозитах в ЦБ и в ОБР) превысила 2,7 трлн руб. При отсутствии каких-либо негативных событий до конца года мы ожидаем, что уровень ликвидности продолжит увеличиваться и может составить 3,7 трлн руб.

**Ожидаемый приток/отток ликвидности в системе до конца 2010 г., млрд руб.**

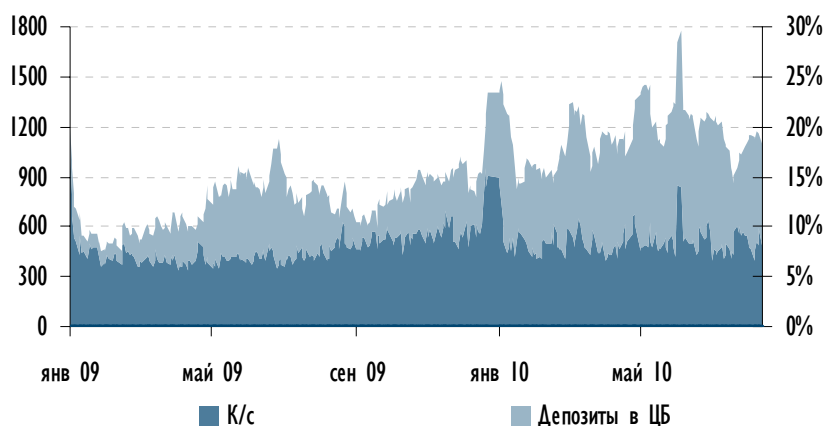


Источник: оценки Газпромбанка

Ниже мы приводим наше видение ликвидности и ставок до конца года. По мере выхода новых данных мы будем вносить коррективы в наши прогнозы.



Сумма остатков на к/с и депозитах и динамика ставок денежного рынка, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ

**Расходы федерального бюджета по-прежнему останутся основным источником ликвидности**

### Исполнение федерального бюджета

Расходы федерального бюджета останутся основным источником ликвидности на денежном рынке в условиях дефицита бюджета. По итогам первого полугодия федеральный бюджет исполнен с дефицитом в размере 2,94 трлн руб. (2,1% ВВП). По доходам главный финансовый документ страны исполнен на 51% от росписи на 2010 г., что является сигналом того, что плановый показатель на 2010 г. может быть превышен, поскольку обычно на первую половину года приходится не более 45% совокупного объема доходов бюджета. В этой связи мы полагаем, что объем налоговых платежей, проходящих через банковскую систему РФ, во втором полугодии в среднем составит около 400 млрд руб. в месяц (350 млрд руб. в сентябре и 450 млрд – в декабре). Мы полагаем, что порядка 23% от росписи расходов бюджета на текущий год поступит на счета в банках в третьем квартале текущего года (2,3 трлн руб.), а оставшиеся 34% (3,5 трлн руб.) – в четвертом.

**Сворачивание ряда «кризисных» мер по предоставлению ликвидности не окажет негативного влияния на ликвидность**

### Предстоящий объем погашений по инструментам рефинансирования ЦБ

В условиях избыточной ликвидности и высокой стоимости денег в ЦБ РФ банки предпочли снизить свою задолженность перед Банком России по различным инструментам рефинансирования: с 976 млрд руб. на начало года до 120 млрд руб. на конец сентября. При этом кредиты под залог ценных бумаг заменили собой беззалоговые кредиты в качестве основного источника финансирования для банков. В условиях высокой ликвидности на денежном рынке мы не ожидаем, что сворачивание ряда мер по предоставлению ликвидности, введенных во время кризиса (в первую очередь, кредитов без обеспечения), окажет негативное влияние на ликвидность. Отток средств из банковской системы до конца года, связанный с погашением кредитов перед различными правительственными организациями, оценивается нами на уровне порядка 120 млрд руб.

Что касается погашения ОБР в декабре (202 млрд руб.), мы ожидаем, что значительная часть выпуска будет реинвестирована в новые выпуски ОБР.

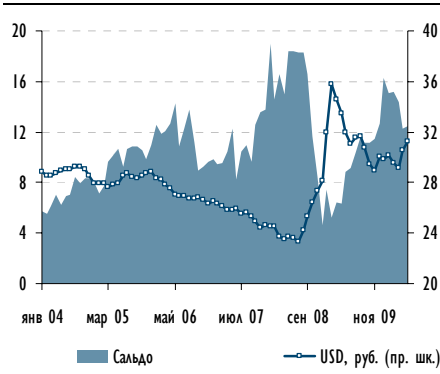
### Девальвация: страхи преувеличены?

Влияние притока валютной выручки на рублевую ликвидность до конца года будет сдержанным. С начала 2010 года мы наблюдали умеренное сокращение сальдо внешней торговли, в последние месяцы показатель стабилизировался на уровне 9–10 млрд долл. на фоне стабильно высоких цен на нефть в РФ. При этом сальдо финансового счета во втором квартале вышло в плюс и по итогам первого полугодия составило 3,9 млрд долл. В отсутствие существенного ухудшения внешней конъюнктуры мы полагаем, что сальдо торгового баланса не

**Фундаментальные показатели российской экономики выглядят сильными, и сценарий резкого ослабления рубля представляется нам маловероятным**

претерпит значительных изменений, а отток капитала по итогам года, по оценкам Минфина, составит порядка 8 млрд долл. Отметим, что ЦБ в последнее время позволяет большую гибкость в отношении политики валютного таргетирования. Мы не ожидаем существенного изменения курса рубля по сравнению с текущими уровнями, которое могло бы вынудить Банк России осуществлять значительные интервенции на валютном рынке. Скорее всего, ЦБ РФ продолжит неагрессивные покупки валюты, и объем денежной базы в широком определении за оставшееся время вырастет в общей сложности на 150–200 млрд руб. В случае роста девальвационных ожиданий, на наш взгляд, Банк России будет препятствовать ослаблению рубля, только если масштабы его удешевления будут угрожать финансовой стабильности (риски девальвации). В настоящее время фундаментальные показатели российской экономики выглядят сильными, и сценарий резкого ослабления рубля представляется нам маловероятным.

#### Динамика сальдо внешней торговли и курса рубль/доллар



Источник: ЦБ РФ, Bloomberg

#### Приток наличных средств

Влияние данного фактора наиболее ощутимо в конце декабря, когда рынки собираются на рождественские каникулы. До конца года мы ожидаем прирост наличности в обращении на сумму до 1,0 трлн руб., при этом наиболее значительная часть придется на декабрь (порядка 700 млрд руб.). Это, в частности, обусловлено сезонностью потребительского спроса, который по-прежнему характеризуется высокой долей наличной составляющей.

#### Предложение ОФЗ: угроза для рынка откладывается?

В условиях, когда ставки РЕПО на межбанковском рынке (3,0–3,5%) заметно ниже, чем в ЦБ (5,00%), размещение новых выпусков ОФЗ, как правило, абсорбирует ликвидность на рынке, и, принимая во внимание амбициозные планы Минфина по заимствованиям, мы полагаем, что данный фактор может оказать заметное влияние на уровень ликвидности и процентных ставок.

Согласно федеральному бюджету с учетом поправок, принятых в июле 2010 г., в 2010 г. Минфину необходимо привлечь до 934 млрд руб. (чистое привлечение) через выпуск государственных ценных бумаг. С учетом того, что с начала года на рынке были размещены выпуски на сумму примерно 500 млрд руб. (чистое привлечение около 249 млрд руб.), то планы в текущих рыночных условиях выглядели нереалистичными, учитывая нежелание Минфина предоставлять премию на аукционах. Однако в конце сентября Минфин внес серьезные коррективы в свои планы по размещению ОФЗ, снизив их объем до 300 млрд руб. (около 20 млрд руб. в неделю), т. е. уменьшив более чем в два раза. Согласно последней версии бюджета по состоянию на 1 октября 2010 г.

**В конце сентября Минфин внес серьезные коррективы в свои планы по размещению ОФЗ, снизив их объем до 300 млрд руб.**

Программа внутренних заимствований на 2010 год и озвученные параметры бюджета на 2011 г.,\*  
млрд руб.

	1-й кв. 2010 г.	2-й кв. 2010 г.	3-й кв. 2010 г.	4-й кв. 2010 г., План	2010 План	2011 План
Привлечение внутреннего долга	133	81	297	300	811	1 706
Погашение внутреннего долга	-100	-42	-48	-85	-276	-369
Чистое привлечение	33	39	249	215	535	1 337

\*по состоянию на 30 сентября 2010

Источник: Минфин РФ, расчеты Газпромбанка

**Если в этом году риски предложения ОФЗ не реализуются в полной мере, то негативное давление на процентные ставки может сохраниться в 2011 г.**

На наш взгляд, введенная в сентябре 2010 г. практика объявлять ориентиры по доходности накануне аукционов, а также уменьшение программы заимствований может помочь позволить Минфину улучшить показатели аукционов без предложения большой премии к рынку.

В то же время если в этом году риски большого предложения ОФЗ не реализуются в полной мере, то негативное давление на процентные ставки может сохраниться в 2011 г. в свете планов Минфина разметить на внутреннем рынке выпуски не менее 1,7 трлн руб. В то же время мы не исключаем, что Минфин может существенно подкорректировать предварительные планы по заимствованиям на внутреннем рынке в ходе принятия бюджета на следующий год.

### Инфляция толкает ставки вверх?

После всплеска инфляции в августе – сентябре т. г. МЭР повысило свой прогноз инфляции по итогам 2010 г. до 7,0–8,0% с 6,0–7,0%, а также пересмотрело прогноз на 2011 – 2012 гг., повысив его на 0,5 п. п. Несмотря на то, что избыток ликвидности сглаживает негативный эффект инфляционных ожиданий, инфляция становится основной угрозой для рублевого долгового рынка, даже без учета вклада в инфляцию засухи, тренд в инфляции все равно явно меняется, и в ближайшие 6–12 месяцев можно ожидать ее ускорения, вызванное уже монетарными факторами.

**Пересмотр ставок может произойти не ранее конца этого – начала следующего года**

В такой ситуации владельцам облигаций действительно следует держать в уме вероятность повышения ставок ЦБ. Тем не менее, вероятнее всего, произойдет это не ранее конца этого года – начала следующего, после того как будут известны данные за октябрь – ноябрь 2010 г.

Причин несколько: во-первых, нынешний всплеск инфляции все же имеет временный характер, и нужно посмотреть, как будет вести себя инфляция после того, как эффект от засухи сойдет на нет; во-вторых, при нынешних уровнях кривой NDF и избыточной ликвидности ЦБ без опасений спровоцировать атаку спекулянтов на рубль может поднять только лишь индикативные ставки по ненужным сейчас инструментам предоставления ликвидности, что с практической точки зрения бесполезно в борьбе с инфляцией. Этот шаг будет иметь лишь психологический эффект, в том числе на желание банков выдавать дешевые кредиты для стимулирования экономики. Таким образом, масштабную кампанию повышения ставок, включая ставки по инструментам абсорбирования ликвидности, можно будет начать, только приурочив ее к изменению конъюнктуры на глобальных рынках и в динамике по российскому счету капитала.

### Кредиты vs. облигации... облигации вне конкуренции?

**Банки остаются одними из ключевых игроков на рублевом рынке облигаций**

Банки остаются одними из ключевых игроков на рублевом рынке, и, по нашим оценкам, на них приходится порядка 40–50% инвестиций в рублевые облигации. Банки являются одними из немногих, у которых есть возможность заменить облигации на своем балансе кредитами.

По нашим оценкам, начиная с 1-го квартала 2010 г. доходность кредитов с учетом риска является более высокой, нежели доходность облигаций. Напомним, что в 2009 г. ситуация была обратной, что было одной из причин устойчивого роста вложений российских банков в долговые инструменты на фоне стагнирующих объемов

кредитования. Если до 2009 г. скорректированная на риск доходность кредитов для банков оценивалась нами в среднем на 2,0–5,0% выше аналогичной доходности облигации, то в 2009 г. данная разница – в силу резко возросших провизий по ссудам – ушла в отрицательную зону. При этом наблюдаемое на протяжении 2-й половины 2009 г. снижение объемов отчислений в резервы лишь к 1-му кварталу 2010 г. позволило показателю вернуться в положительную зону – на уровень порядка до +3,0%.

*Низкие темпы роста кредитования не позволяют банкам полностью пристроить свободные денежные ресурсы*

Несмотря на то, что выдача кредитов в ряде случаев становится более выгодной для банков, говорить о том, что кредиты могут вытеснить облигации с балансов банков, пока преждевременно. Темпы роста кредитования не позволяют банкам полностью пристроить свободные денежные ресурсы. Так, согласно официальным прогнозам, темпы роста кредитования составят порядка 5–10% в 2010 г., в т. ч. корпоративное кредитование – 5–7% и розничное – 8–10%, т. е. за оставшиеся три месяца до конца года банки могут увеличить кредитный портфель примерно на 400–500 млрд руб., в т. ч. розничные кредиты – на 200–250 млрд руб.

*Банки не спешат наращивать корпоративное кредитование любой ценой*

И, похоже, такая ситуация сохранится в обозримом будущем. Так, банки не спешат наращивать корпоративное кредитование любой ценой из-за сохраняющихся высоких кредитных рисков большинства средних и мелких заемщиков, а на выгодных для банков условиях (ставка должна компенсировать высокий кредитный риск) спрос со стороны компаний невелик. Обратим внимание, что в условиях положительных процентных ставок компаниям сложнее обслуживать кредиты в силу низкой эффективности деятельности, чем в условиях отрицательных ставок, как это было до кризиса.

Более того, наиболее качественные корпоративные заемщики могут похвастаться доступом к самым разным источникам финансирования, включая рублевый рынок облигаций, а посему не всегда прибегают к услугам банков, требующих, как правило, обеспечение. А если и прибегают, то ожидают увидеть исключительно низкие ставки.

В условиях существенно ужимающейся доходности корпоративного кредитования и ограниченного спроса возобновление интереса банков к розничному бизнесу – потенциально более маргинальному сегменту (NIM около 20%) – выглядит вполне закономерным. Однако на уровне отдельных банков положение дел сейчас отнюдь не столь однозначно. По данным ЦБ, в 1-м полугодии 2010 г. портфель кредитов физическим лицам отечественных банков вырос до 3,67 трлн руб. на 1 июля 2010 г. или на +2,8% (98,6 млрд руб.) к уровню начала года, из которых более 90% пришлось всего на три банка (Сбербанк, ВТБ 24 и Росбанк). Другие банки, которые были замечены в потребительском кредитовании, в настоящее время больше сосредоточены на перестройке модели розничного бизнеса либо после резкого скачка просроченной задолженности, либо после потери доступа к финансовым рынкам. Их включение в гонку за потребителя вряд ли стоит ждать раньше самого конца 2010 г.

### Кредитные риски больше не угроза рынку?

С момента волны дефолтов количество низкокачественных эмитентов сократилось значительно. Если до кризиса число эмитентов с инвестиционным рейтингом не превышало 10–20%, то в настоящее время их доля выросла – до 50%. Доля эмитентов с кредитными рейтингами оценивается нами в более чем 90% (менее 30% до кризиса), в основном это качественные эмитенты первого – второго эшелона.

*В обозримом будущем рынок облигаций останется привлекательным в основном для качественных заемщиков-эмитентов первого – второго эшелона*

В обозримом будущем мы ожидаем, что рынок облигаций останется привлекательным в основном для качественных заемщиков-эмитентов первого – второго эшелона. Можно ожидать появление новых имен в данном сегменте рынка. Мы не прогнозируем размещение на рынках большого количества облигационных выпусков эмитентов с высоким кредитным риском:

- ▶ Большинство инвесторов не готово брать на себя необеспеченный риск. После волны дефолтов в 2008 – 2009 гг. на рынке облигаций участники рынка, прежде всего – банки,

**Для того, чтобы вернуться на рынок, эмитентам надо будет проделать определенную «домашнюю работу»**

**Недавние дефолты продемонстрировали, что собственники готовы жертвовать частью активов ради спасения наиболее значимых, забывая про репутационные риски**

ужесточили процедуру установки лимитов, некоторые – с запасом. Для того, чтобы эмитентам вернуться на рынок, надо будет проделать определенную «домашнюю работу» по оздоровлению бизнес-моделей компаний или воспользоваться другими инструментами для привлечения денег.

- ▶ Значительная часть низкокачественных заемщиков еще не готова привлекать дополнительные заемные ресурсы: не до конца уладила свои отношения с прежними кредиторами, чтобы думать о публичных финансовых рынках.

Третий эшелон заемщиков может пополняться в основном за счет новых имен, которые провели подготовку, прежде чем выходить на рынок, либо тех, кому удалось уладить свои отношения с кредиторами после кризиса. Но таких немного. Тем не менее, не стоит пренебрегать проведением кредитного анализа несмотря на то, что средний уровень кредитного риска заметно улучшился. Возможен выход на рынок так называемых *Ponzi* заемщиков (денежного потока не хватает даже на купонные платежи), в расчете на динамичный рост рынка, который позволит им улучшить финансовые показатели компании и расплатиться с кредиторами.

Отдельно мы хотели обратить внимание на такой важный фактор кредитоспособности заемщиков, как поддержка акционеров. Недавняя волна дефолтов продемонстрировала, что собственники готовы жертвовать частью активов ради спасения наиболее значимых, забывая про репутационные риски. Возможности собственников не безграничны, и, кроме того, многим становится очевидно, что нельзя до бесконечности поддерживать любой ценой «компания-зомби», и часто реструктуризация долгов является одним из немногих выходов из данной ситуации. В такой ситуации надо уделять больше внимания анализу индивидуального кредитного качества эмитентов, включая сценарий дефолта, и структуре сделки.

### Идеи рублевого рынка

Кредитные спреды за последний год для выпусков первого – второго эшелонов сузились до своих минимальных значений под давлением избыточной ликвидности. В настоящее время далеко не все спреды на рублевом рынке облигаций отражают разницу в уровне кредитного риска. Важно не пренебрегать анализом кредитного риска эмитента и структуры выпуска.

В условиях сохраняющейся высокой ликвидности и в зависимости от ожиданий относительно дальнейшего движения процентных ставок на рынке мы рекомендуем одну из следующих стратегий:

- ▶ в ожидании возможного роста ставок среднесрочной перспективе, покупка коротких качественных выпусков, в расчете реинвестировать деньги через 1–2 года по более высоким ставкам;
- ▶ покупка выпусков в ожидании улучшения кредитного качества в течение ближайшего времени (1–3 года). Потенциальные кандидаты: предприятия электроэнергетики на фоне роста денежного потока в условиях либерализации рынка электроэнергии, нефтегазовые и горнорудные предприятия на фоне роста денежного потока в условиях продолжения восстановления цен на сырье, а также завершения модернизации мощностей; эмитенты-кандидаты на покупку более сильными акционерами. Потенциальные кандидаты на улучшение кредитного качества: **ТКБ, Копейка, Башнефть, СУЭК и НК Альянс**;
- ▶ участие в первичных размещениях в расчете либо на премию на аукционе, либо переоценку обращающихся выпусков;
- ▶ покупка из недооцененных выпусков, например, АИЖК (по-прежнему остаются одной из аномалий долгового рынка, подробнее см. кредитный комментарий), Евразхолдинг Финанс 1 и 3 и Сибметинвест 1 и 2 (см. кредитный комментарий).

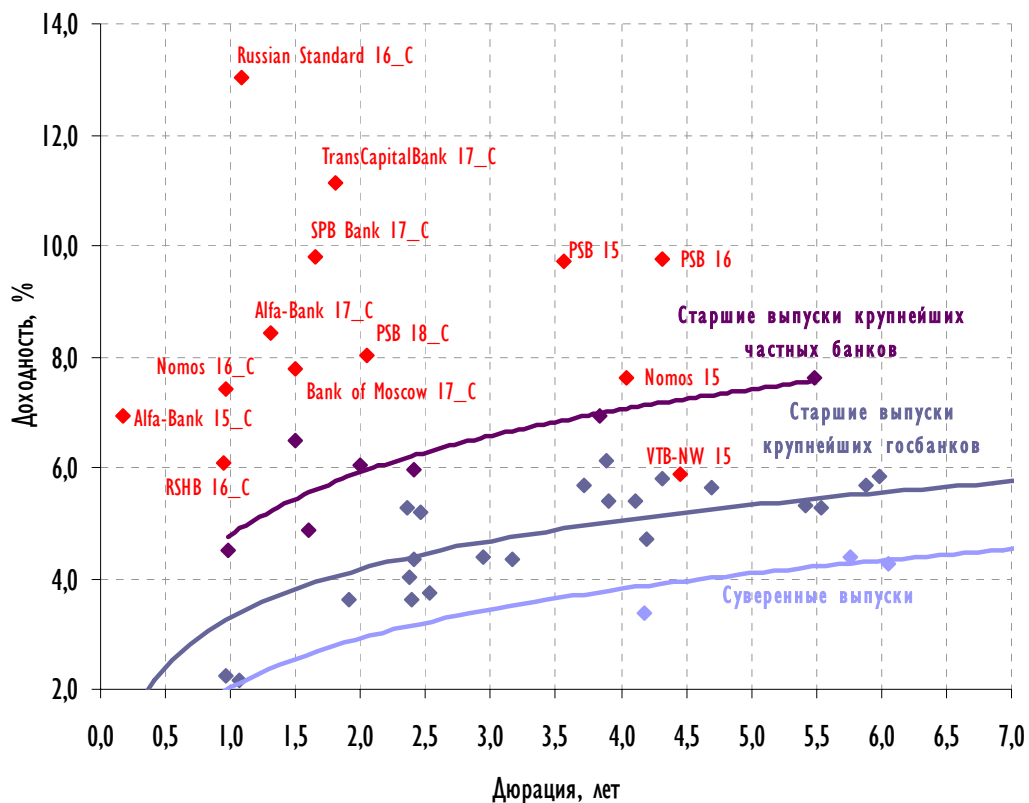
## Тема 1. Субординированные еврооблигации банков: в ожидании новых сюрпризов (рекомендации)

*Инвесторы в субординированные еврооблигации снова вспомнили о рисках и начали читать эмиссионную документацию — «помог» Банк ВТБ Северо-Запад*

Недавнее решение Банка ВТБ Северо-Запад отказаться от исполнения 1 октября 2010 г. колл-опциона по выпуску объемом 400,0 млн долл. заставило инвесторов снять «розовые очки» и заняться изучением документации по банковским субординированным еврооблигациям. Риски, связанные с инвестированием в субординированные бумаги, в настоящее время остаются высокими.

На протяжении 2010 года субординированные выпуски еврооблигаций отечественных банков, которые проходят через колл-опционы в 2010 – 2012 гг., остаются бумагами с одними из наиболее высоких доходностей (если рассматривать их YTC) из инструментных качественных заемщиков с дюрацией до 2 лет. Это не выглядит закономерно: в частности, котировки субординированных бумаг на уровне около номинала свидетельствовали о высокой степени уверенности инвесторов в исполнении колл-опционов по выпускам.

Субординированные еврооблигации российских банков



Источник: Bloomberg, ГПБ

*К тому же стало очевидно, что банки будут исполнять колл-опционы только в том случае, если им это будет выгодно, и вряд ли пойдут на поводу ожиданий инвесторов себе в ущерб*

Сделать однозначный вывод о том, какой линии поведения крупнейшие российские банки будут придерживаться в отношении колл-опционов по своим субординированным долгам, не представляется возможным. С одной стороны, в своем большинстве банки, имеющие субординированные публичные долги, характеризуются избыточными показателями ликвидности и высоким уровнем капитализации, что повышает шансы на то, что их действия будут соответствовать ожиданиям инвесторов. С другой стороны, в условиях минимальной доходности КО США ставки купонов после исполнения колл-опционов (которые привязаны к UST5) могут оказаться столь низкими, что досрочное погашение исключительно дешевого источника долларового фондирования не будет иметь экономического смысла для банков.

До конца 2010 года через колл-опционы будут проходить выпуски Bank of Moscow 15 sub (25 ноября), Alfa-Bank 15 sub (9 декабря) и Russian Standard Bank 15 sub (16 декабря). Согласно эмиссионной документации, банки должны заранее уведомить инвесторов о своем решении исполнить колл-опцион или отказаться от него: не позднее 30 дней до даты опциона для выпусков BoM 15 и Alfa 15 и не позднее 8 дней – для бумаги RSB 15. Мы полагаем, что в принятии окончательного решения относительно судьбы колл-опционов российские банки будут ориентироваться главным образом на вопросы экономической эффективности, в частности, на существующий уровень процентных ставок на долговом рынке и возможности рефинансирования обязательств (аналогичную точку зрения высказывали недавно и представители вышеупомянутых банков во время общения с инвестиционным сообществом).

**Вероятность исполнения колл-опциона по выпуску Alfa-Bank 15 мы оцениваем как очень высокую...**

- ▶ По состоянию на сегодняшний день, наибольшей выглядит вероятность исполнения колл-опциона по субординированной бумаге Alfa-Bank 15 sub. Исходя из текущих котировок UST5, ставка годового купона по бумаге после даты колл-опциона должна составить 7,51%, что дает премию порядка 60 б. п. к текущим котировкам старшей бумаги Alfa-Bank 15 senior (YTM 6,93%) с сопоставимой дюрацией. К тому же банк совсем недавно завершил размещение новых 7-летних еврооблигаций объемом 1,0 млрд долл. со ставкой купона 7,875% – средства, которые вполне могли бы пойти на погашение данного субординированного долга. Котировки бумаги Alfa-Bank 15 sub находятся около номинала и не должны демонстрировать существенную волатильность.

**... по выпуску Bank of Moscow 15 – как среднюю...**

- ▶ Несколько менее вероятным мы считаем исполнение опциона по бумаге Bank of Moscow 15 sub. По текущим котировкам UST5, купон по бумаге после даты колл-опциона должен составить 5,80% годовых, что почти на 40 б. п. ниже нынешней доходности старшего выпуска облигаций Bank of Moscow 15 senior (YTM 6,16%). К тому же относительно будущего банка сохраняется некоторая неопределенность, связанная со сменой столичного руководства и возможного влияния данного события на кредитный профиль банка.

У нас нет полной уверенности в том, что колл-опцион по субординированному инструменту будет исполнен. Котировки бумаги **Bank of Moscow 15 sub** со своего нынешнего уровня в 98,7% могут качнуться как ближе к 100% (если принимается положительное решение об исполнении опциона), так и в сторону 95% (по нашему мнению, близко к справедливой цене инструмента в случае неисполнения опциона).

**... по выпуску Russian Standard Bank 15 – как низкую**

- ▶ Наконец, перспективы еврооблигаций Russian Standard Bank 15 sub выглядят наименее радужными. В настоящее время банк характеризуется избыточным уровнем капитала и умеренно высокой ликвидностью, однако до даты колл-опциона ему предстоит осуществить существенные выплаты по другим долгам: в частности, погасить старший выпуск еврооблигаций Russian Standard Bank 10 senior (в рынке бумаг на 441,6 млн долл.), а также пройти через оферту по рублевым бумагам Русский стандарт-08 (2,1 млрд руб.). Мы не уверены, что после осуществления перечисленных выплат у банка останется желание исполнять колл-опцион по долларовым обязательствам еще на 200,0 млн долл., обслуживание которых в течение 5 лет должно обходиться ему (исходя из сегодняшних доходностей UST5) чуть выше 7,0% годовых. Еврооблигации Russian Standard Bank 15 sub котируются на уровне 95,4% от номинала, что, по нашим оценкам, несколько выше справедливого уровня цены, исходя из неисполнения банком колл-опциона.



**Субординированные еврооблигации российских банков, сроки по колл-опционам – до конца 2010 г.**

	Банк Москвы (-/Baa1/BBB-)	Альфа-Банк (B+/Ba1/BB)	Банк Русский Стандарт (B+/Ba3/B+)
<b>Субординированные еврооблигации</b>			
Выпуск	Bank of Moscow 2015	Alfa-Bank 2015	Russian Standard Bank 2015
дата колл-опциона	25.11.2010	09.12.2010	16.12.2010
номинальный размер обязательства (млн долл.)	300,0	225,0	200,0
объем бумаг в рынке (млн долл.)	300,0	187,0	200,0
<b>Купонная ставка (% годовых)</b>			
до даты колл-опциона	7,50%	8,63%	8,88%
механизм установления после даты колл-опциона	UST + 457 б. п.	UST + 628 б. п.	UST + 593 б. п.
следующая ставка, исходя из текущей доходности UST5	5,80%	7,51%	7,16%
доходность ближайшего по дюрации старшего выпуска	BoM 15N – 6,16%	Alfa 15N – 6,93%	-
<b>Ликвидность на 30.06.2010 г. (МСФО, млн долл.)*</b>			
денежные средства и эквиваленты	1 178,0	2 397,0	398,7
ценные бумаги**	4 709,7	2 886,0	514,6
<b>Итого</b>	<b>5 887,7</b>	<b>5 283,0</b>	<b>913,4</b>
<b>Погашения публичных долгов*** в период с 01.07.2010 г. до даты колл-опциона (млн долл.)</b>			
Исполненные	4,7	0,0	3,5
Предстоящие	300,0****	0,0	508,0
<b>Достаточность капитала на середину 2010 года (%)</b>			
совокупный показатель по Базелю	17,8%	22,1%	35,0%
совокупный показатель по Базелю, за вычетом погашаемых до конца 2010 года субординированных еврооблигаций	16,5%	21,0%	29,8%

\* для перевода показателей в доллары США использовался курс на 30.06.2010 г.

\*\* акции и облигации, за исключением инструментов, удерживаемых до погашения

\*\*\* включая погашения и оферты

\*\*\*\* выпуск еврооблигаций Bank of Moscow 2010 погашается 26.11.2010 г. – на следующий день после даты колл-опциона по бумаге Bank of Moscow 2015

Источник: данные банков, расчеты Газпромбанка

Инвестирование в более длинные субординированные бумаги (колл-опционы по которым наступают через 1 год и позднее – в обращении находится 8 таких выпусков совокупным объемом свыше 1,8 млрд долл.), очевидно, связано с еще большими рисками – до даты исполнения опционов может существенно поменяться не только общеэкономическая ситуация и открытость финансовых рынков для новых размещений, но и уровень доходности Treasuries.

Для оценки справедливой премии более длинных субординированных выпусков в качестве дополнительного инструмента мы использовали модель Black-Scholes. Несмотря на ограничения использования данного подхода (риски моделирования), полученные результаты в целом соотносятся, к примеру, с фактически существовавшими в 2008 году – докризисными – уровнями.

По нашим расчетам, в настоящее время средняя премия за опцион колл для более длинных субординированных выпусков составляет 2,4–2,8 п. п., что делает сравнительно привлекательными бумаги с более высокой премией и меньшей дюрацией – в частности, Alfa-Bank 17 (YTC 8,44% @ февраль 2012 г.), RSHB 16 (YTC 6,32% @ сентябрь 2011 г.) и Nomos 16 (YTC 7,41% @ октябрь 2011 г.).

**Риски по более длинным субординированным бумагам высоки, можно обратить внимание лишь на выпуски с более высокой колл-премией**



Колл-премии по отдельным субординированным еврооблигациям,\* п. п.

	Объем эмиссии (млн долл.)	Дата опциона	Диапазон значений колл-премии (п. п.)
RSHB 16	500,0	21.09.11	2,74 – 3,01
NOMOS 16	125,0	20.10.11	3,01 – 3,54
Russian Standard Bank 16	200,0	01.12.11	1,88 – 1,96
Alfa-Bank 17	300,0	22.02.12	2,62 – 2,90
Bank of Moscow 17	400,0	10.05.12	1,67 – 1,82
Bank St. Petersburg 17	100,0	25.07.12	1,94 – 2,20
TransCapitalBank 17	100,0	18.09.12	2,43 – 3,25
Promsvyazbank 18	100,0	31.01.13	2,68 – 3,81
Среднее значение			2,41 – 2,78

\* зеленым выделены бумаги с премией за колл-опцион выше среднего уровня

Источники: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

*Облигации АИЖК в последнее время предлагают премию к другим бумагам investment-grade – в силу специфических рисков и постоянного первичного предложения долгов...*

*... однако выпуски компании могут быть интересны с точки зрения стратегии buy&hold*

*Государство продолжит поддерживать АИЖК как ключевой институт развития ипотечного кредитования в стране*

## Тема 2. Облигации АИЖК (BBB/Baa1/-) – будет ли новая премия?

На первый взгляд, облигации АИЖК производят впечатление одной из аномалий долгового рынка. Эмитент имеет рейтинг от международных агентств на одном уровне с суверенными, к тому же платежи по его долговым обязательствам (пусть и только в части основного долга по большинству инструментов) защищены прямой госгарантией. Несмотря на это, облигации АИЖК уже достаточно давно предлагают премию на уровне около 50 б. п. к выпускам других крупнейших заемщиков первого эшелона (РЖД, Газпром), бумаги которых не имеют аналогичной гарантии со стороны государства, а также около 100 б. п. премии – к кривой ОФЗ. По всей видимости, инвесторы запрашивают определенную компенсацию за невысокую ликвидность большей части облигаций АИЖК, а также за специфические риски компании из финансового сектора, отношение к которым традиционно более аккуратное.

В последнее время в уже обращающихся на вторичном рынке облигациях АИЖК особой активности не наблюдается. В этой связи мы хотим обратить внимание участников рынка на запланированные до конца 2010 года размещения выпусков АИЖК А-17 на 8,0 млрд руб. и АИЖК А-20 на 5,0 млрд руб. («в запасе» находятся выпуски А-18 и А-19 совокупным объемом 13,0 млрд руб.). Мы считаем достаточно высокой вероятностью того, что при первичном размещении инвесторам будет предложена некоторая премия (к чему агентство не раз прибегало в прошлом), вследствие которой бумаги могут привлечь долгосрочных инвесторов в рамках реализации стратегии *buy&hold*. Аналогичной стратегии игроки могут придерживаться и в отношении более коротких облигаций АИЖК в том случае, если размещение новых выпусков послужит толчком для распродаж уже обращающихся бумаг.

При принятии решения об инвестировании в облигации АИЖК мы рекомендуем инвесторам обращать внимание на ряд моментов:

- ▶ **Государственная поддержка – ключевой фактор кредитного профиля АИЖК – пока не вызывает сомнений.** До недавнего времени поддержка агентства со стороны государства принимала самые разные формы: прямые вливания в капитал (80,0 млрд руб. в течение 2008-2009 гг.), содействие в получении льготного банковского фондирования (напомним о 10-летней кредитной линии ВЭБа объемом 40,0 млрд руб. под 6,5% годовых), прямые гарантии по облигационным выпускам.

Официальная стратегия развития ипотеки на период до 2030 года отводит АИЖК особое место в становлении и развитии жилищного хозяйства и ипотечного кредитования в стране (в частности, рассмотрению роли агентства в долгосрочной перспективе посвящен один из разделов документа), что дает нам все основания полагать, что заинтересованность государства в поддержке АИЖК сохранится в будущем. Также

***Запас ликвидности на балансе АИЖК по-прежнему будет существенно превышать потребности агентства в средствах на погашение долгов***

***Сдерживающие факторы — медленное восстановление ипотечного кредитования в стране и планы по новым масштабным займам на рынках капитала***

можно напомнить, что совсем недавно АИЖК было исключено из предварительного списка предприятий, доли в которых планировалось приватизировать в 2011 – 2013 гг., - участие государства в капитале АИЖК останется неизменным на уровне 100%.

- ▶ **Поддержание существенной подушки ликвидности – гарантия исполнения долговых обязательств.** Наши расчеты показывают, что как минимум до конца 2010 года АИЖК с большой вероятностью сохранит внушительный объем свободных денежных средств и эквивалентов. На конец 2009 года значение показателя по МСФО составило 64,8 млрд руб., на середину 2010 года – 55,8 млрд руб. (с учетом средств на депозитах).

Основной сценарий бизнес-плана АИЖК на 2010 год предполагает рефинансирование 89,0 млрд руб. ипотечных кредитов, из которых 60% (53,4 млрд руб.) приходится на долю стандартных продуктов, а 40% (35,6 млрд руб.) – на долю инновационных. Как нам уточнили в агентстве, за первые 6 месяцев 2010 года АИЖК рефинансировало закладных совокупным объемом лишь на 25,0 млрд руб. включая 22,1 млрд руб. – по стандартным продуктам. С учетом данной динамики достижение по году отметки в 89,0 млрд руб. выглядит более чем амбициозной задачей.

При этом во втором полугодии АИЖК уже получило 3,6 млрд руб. от размещения на рынке выкупленных ранее по закрытой подписке облигаций ВИА АИЖК «А» и 6,1 млрд руб. – от вторичного размещения облигаций ИА АИЖК 2010-1 «А1», а в планах агентства – выборка 10,0 млрд руб. по упоминавшейся кредитной линии ВЭБа и размещение облигаций А-17 и А-20 на 13,0 млрд руб.

Учитывая то, что выплаты по долгам АИЖК во втором полугодии не существенны, располагаемой ликвидности агентству с запасом хватит на реализацию самых амбициозных планов.

- ▶ **Восстановление ипотечного кредитования в стране идет медленными темпами.** По данным ЦБ, во 2-м квартале 2010 года в России было выдано 84,4 млрд руб. ипотечных кредитов, что, хоть и превышает более чем вдвое показатели годичной давности (31,1 млрд руб., по данным ЦБ), но все еще существенно отстает от уровней докризисного 2-го квартала 2007 года (120,8 млрд руб.). Доходы населения растут, однако растет и его склонность к сбережению – люди все более настороженно относятся к таким капиталоемким проектам, как приобретение жилья (об этом в том числе свидетельствует опубликованный недавно «Мониторинг платежеспособного спроса на недвижимость...», подготовленный АИЖК).
- ▶ **Массивное первичное предложение продолжит оказывать давление на котировки долговых инструментов АИЖК.** Как нам удалось узнать у представителей агентства, в 2011 году АИЖК рассчитывает разместить облигаций на 44,0 млрд руб., в 2012 году (по оптимистичному сценарию) – сопоставимый с 2011 годом объем. В частности, уже в первые месяцы следующего года с большой долей вероятности можно ожидать размещения выпусков А-18 (7,0 млрд руб.) и А-19 (6,0 млрд руб.), зарегистрированных в мае 2010 года.

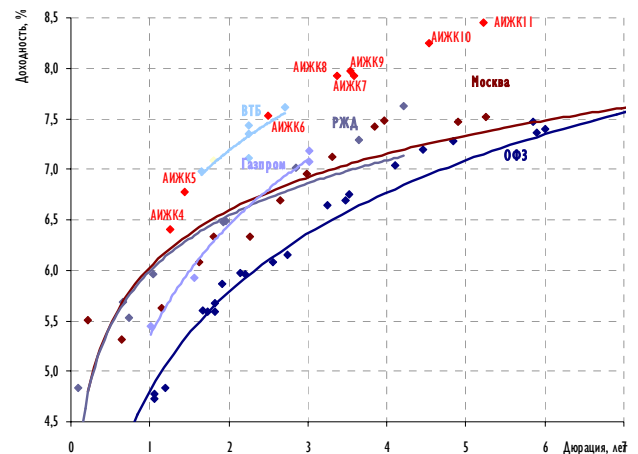
Следовательно, существенный навес грядущих размещений новых облигаций агентства, скорее всего, продолжит оказывать давление на котировки долговых инструментов АИЖК на вторичном рынке (для сравнения, на 30 июня номинальная стоимость всех находящихся в обращении облигаций АИЖК и «дочек» составляла 67,4 млрд руб.). С другой стороны, выйти на первичный рынок со столь существенными объемами, не предлагая инвесторам премии, у агентства тоже вряд ли получится.



## Объемы эмиссии облигаций АИЖК по годам, млрд руб.\*



## Кривые облигаций АИЖК и других эмитентов 1-го эшелона



\* исключая облигации дочерних организаций, выкупленные самим ОАО «АИЖК»  
\*\* на 2010 г. включает выпуски АИЖК А-17 (8,0 млрд руб.) и АИЖК А-20 (5,0 млрд руб.)

Источник: Bloomberg, АИЖК

Источник: данные АИЖК, СМИ, расчеты Газпромбанка

### Тема 3. Рублевые облигации Евраза (V/B2/V+) – по-прежнему самые недооцененные во втором эшелоне

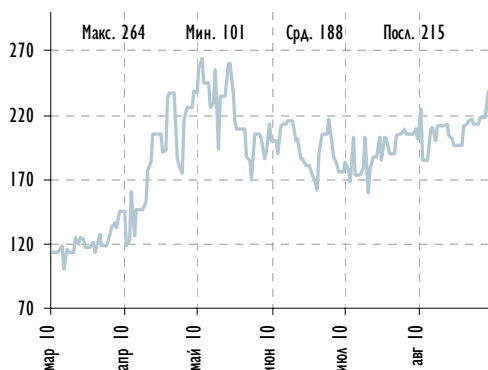
Во втором эшелоне рынка рублевого долга наиболее недооцененными с точки зрения относительной стоимости, на наш взгляд, остаются выпуски Евраза: Евразхолдинг Финанс 1,3 (оферта в марте 2012 г.) и Сибметинвест 1,2 (оферта в октябре 2014 г.).

*Премия рублевых бондов Евраза к выпускам других металлургов остается повышенной*

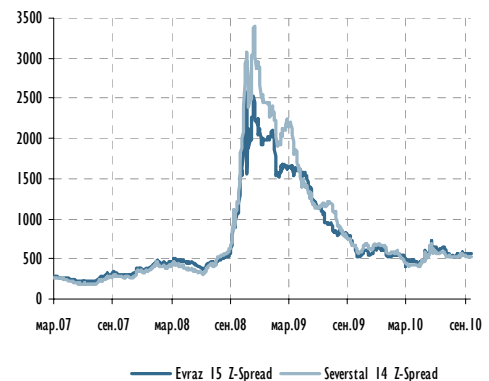
С момента появления на рынке рублевые инструменты Евраза торгуются с существенной премией к отраслевым аналогам, в том числе к облигациям Северстали. В частности, в марте – апреле, после размещения, выпуски Евразхолдинг Финанс торговались с премией порядка 120 б. п. к биржевым облигациям Северстали. В период майского падения выпуски Евразхолдинга показали динамику «хуже рынка», заметно расширив спред к Северстали – при этом он так и не вернулся к «предкоррекционным» уровням и сейчас превышает 200 б. п.

Инвесторы в валютные бумаги двух компаний традиционно оценивали кредитные профили Евраза и Северстали как схожие – выпуски исторически торговались на близких уровнях доходностей/спредов к UST. Аналогичного мнения в целом придерживаются и рейтинговые агентства: до февраля 2010 года разница в кредитных рейтингах двух компаний от одного агентства не превышала одной ступени (в феврале S&P понизило рейтинг Евраза, увеличив разницу до двух ступеней). Отметим, что Fitch до сих пор оценивает оба кредита на уровне «B+».

## Спред Евразхолдинг Финанс 3 к Северсталь БО-02, б. п.



## Евраз-15 и Северсталь-14: спред к UST (Z-spread), б. п.



Источник: Bloomberg

Источник: Bloomberg

Мы полагаем, что завышенная премия рублевых выпусков Евраз к Северстали, скорее, объясняется не фундаментальными, а «техническими» факторами, характерными для участников внутреннего рынка. В частности, к их числу может относиться не самая благоприятная структура трехлетних облигаций Евраз (эмитент – SPV ООО «Евразхолдинг-Финанс», без кредитного рейтинга), не позволяющая включить их в ломбардный список ЦБ с приемлемым залоговым коэффициентом и, вероятно, ограничивающая размер открываемых банками лимитов на бумагу. При этом более длинные выпуски Сибметинвеста имеют кредитный рейтинг и залоговый статус.

С фундаментальной точки зрения кредитный профиль Евраз представляется нам достаточно устойчивым:

**Текущий кредитный профиль Евраз представляется нам достаточно устойчивым: денежные потоки и кредитные метрики улучшаются на фоне восстановления спроса**

**Наиболее тяжелый период позади – денежные потоки восстанавливаются после кризиса.** Продажи Евраз, как и других компаний отрасли, в 2010 году продолжают восстанавливаться после «дна», достигнутого в конце 2008 – первой половине 2009 года, благодаря росту спроса и цен. При этом мы отмечаем, что, если в прошлом году ключевым источником спроса на продукцию были экспортные рынки, где Евраз в основном реализует полуфабрикаты (единственный продукт, объемы продаж которого не снизились в 2009 году), то в текущем году основным драйвером роста для компании, по всей видимости, становится внутренний спрос на фоне начавшегося восстановления строительства в частном секторе и реализации государственных инфраструктурных проектов: в первом полугодии продажи «строительного» проката выросли на 51%. Сортовой прокат традиционно является одним из основных продуктов Евраз с точки зрения вклада в выручку (27% в 1П10 г.).

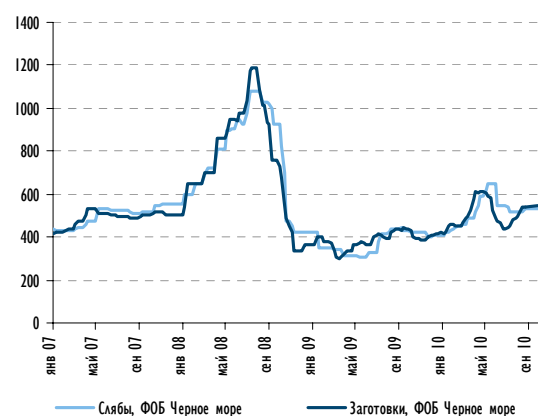
**Восстановление внутреннего спроса = меньшая зависимость от внешней конъюнктуры.** Мировая конъюнктура рынков стали демонстрирует довольно волатильную динамику: в мае – июле цены скорректировались, что дало почву для опасений относительно возможности глобального перепроизводства (и, в частности, перепроизводства в Китае, на долю которого приходится половина мирового выпуска стали) и снижения спроса из-за неуверенных темпов восстановления мировой экономики. В то же время мы отмечаем, что в августе цены на металлопродукцию снова стали расти. Наметившийся рост внутреннего спроса должен смягчить общий эффект от снижения выручки на экспортных рынках в случае реализации негативного сценария.

Стоит отметить, что не ясна пока и дальнейшая динамика цен на сырье – прогнозы отраслевых экспертов в этой части расходятся. Цены на руду в этом году ведут себя довольно волатильно. В тоже время в случае дальнейшего роста цен Евраз будет выигрывать от высокой степени вертикальной интеграции: по итогам 1П10 Евраз на 91% покрывал свои потребности в руде и на 84% (с учетом Распадской) – в коксующемся угле.

Железная руда, спот, Китай, долл./т



Цены реализации полуфабрикатов, долл./т



рудная мелочь, 62% Fe, поставка на условиях CFR  
Источник: Steel Business Briefing

Источник: Steel Business Briefing

**Долг: кредитные метрики улучшаются, риски ликвидности под контролем.** На фоне роста денежных потоков кредитные метрики Евраз в текущем году уже не выглядят так критично как в 2009 г.: по итогам 1П10 г. левэридж в терминах Чистый долг/ЕБИТДА составил 3,1х (по 2009 году – 5,9х) – заметно ниже действующих ковенант по кредитным соглашениям (в пределах 6,5х на текущий год). При этом на фоне довольно благоприятных условий на кредитных рынках, мы не сомневаемся в том, что Евраз сохраняет хороший доступ к различным источникам рефинансирования как за счет кредитов (в 1П10 г. компания рефинансировала кредит ВЭБа новым пятилетним кредитом Газпромбанка на 950 млн долл.), так и на публичных рынках (валютные, рублевые облигации). В целом мы полагаем, что рефинансирование краткосрочных обязательств сейчас не представляет сложностей для компании.

#### **Тема 4. Вымпелком (ВВ+/Ba2/-) – остались ли поводы для беспокойства?**

Облигации ОАО «Вымпелком» в первой половине августа пострадали от новостей о возможной сделке между материнской компанией, VimpelCom Ltd., и миллиардером Нагибом Савирисом о приобретении сотового оператора в Италии Wind Telecomunicazioni SpA и 51% Orascom Telecom Holding, владеющего операторами в Азии и Африке.

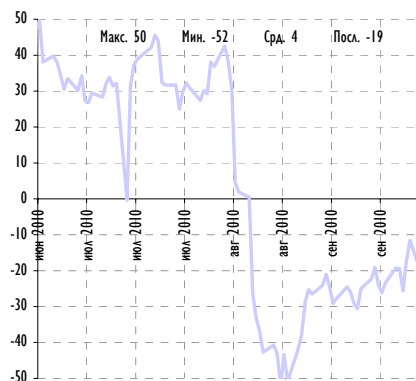
В начале октября было подписано соглашение о сделке. Общая стоимость сделки приобретения активов Weather Investments составила 6,6 млрд долл. с учетом чистого долга в размере 14,1 млрд долл. Денежная составляющая определена в размере 1,8 млрд долл. и будет финансироваться как за счет текущего остатка денежных средств, так и выпуска новых долговых обязательств. По результатам сделки доля голосующих акций в увеличенном капитале Vimpelcom Ltd. Н. Савириса составит 18,5%, Telenor – 29,3%, Altimo – 36,4%.

Остатки денежных средств Vimpelcom Ltd. позволяют профинансировать сделку без привлечения долга (на середину 2010 г. денежные средств и эквиваленты составили 2,35 млрд долл.), тем не менее после объявления о сделке ОАО «Вымпелком» объявило о размещении рублевого выпуска пятилетнего выпуска объемом 10 млрд руб. (330 млн долл.).

После объединения чистая выручка новой компании оценивается в 21,5 млрд долл. на основании проформы по результатам 2009 г., ЕБИТДА – 9,5 млрд долл. Общий объем дополнительного финансирования, которое будет необходимо привлечь с учетом получения разрешений по существующим долговым инструментам, ожидается на уровне 2–2,5 млрд долл. (погашение кредитов, имеющих ковенанту о смене контроля). Предполагается, что финансирование будет происходить на уровне Wind Italy и Orascom Telecom, при этом часть долга Orascom Telecom на уровне холдинговой компании будет рефинансирована за счет внутригруппового займа от ОАО «Вымпелком». По завершении сделки чистый долг составит 24 млрд долл.

Менеджмент оценивает показатель Долг/ЕБИТДА (12М) после закрытия сделки (на основе проформы по состоянию на 30 июня 2010 г.) на уровне 2,5х и ожидает, что в последующем он будет быстро снижаться.

##### **Спред Vimpelcom 18 к MTS 20, б. п.**



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

*Обращаем внимание на то, что в сделке напрямую не участвует эмитент долговых обязательств, ОАО «Вымпелком»*

Кредитное качество ОАО «Вымпелком» может пострадать в случае, если на предприятие придется значительная часть привлечения ресурсов для финансирования внутригрупповых кредитов в размере до 2–2,5 млрд долл. Тогда Долг/ЕБИТДА Компании может увеличиться до 2,0х, что может вызвать негативную реакцию рейтинговых агентств, например, снижение на одну ступень.

При этом в качестве основного инструмента менеджмент рассматривает публичные заимствования. Таким образом, существует вероятность увеличения предложения на рынке – либо уже знакомого риска ОАО «Вымпелком», либо Vimpelcom Ltd. Холдинговая компания пока не имеет кредитных рейтингов, но планирует получить в ближайшее время.

В августе реакция рынка была чрезмерной, о чем свидетельствует постепенное сужение спреда Vimpelcom 18 к MTS 20, потенциал которого, на наш взгляд, не исчерпан после подписания сделки.

Мы полагаем, что потенциальные риски, связанные с увеличением долговой нагрузки российской компании, уже заложены в цене: спред евробонда Vimpelcom 18 к MTS 20, составляет порядка 20 б. п.

С учетом более короткой дюрации выпуска Vimpelcom 18 по сравнению MTS 20 (соответствует премии в 35–40 б. п.) и расширения кредитного спреда (из-за возможного снижения рейтинга ОАО «Вымпелком») мы полагаем, что «справедливый» спред Vimpelcom 18 к MTS 20 должен быть отрицательным и составлять порядка 10–20 б. п., т. е. потенциал сужения спреда оценивается в 30–40 б. п. В то же время нельзя исключать давления на котировки еврооблигаций Вымпелкома в случае появления информации о новом предложении долга Вымпелкома.

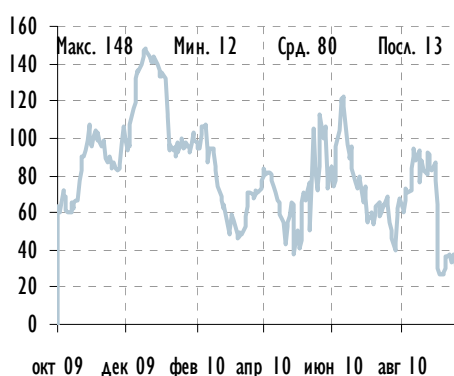
*Спред MTS 20 к Vimpelcom 18 не должен быть уже 10–20 б. п*

## Тема 5. Приватизация: Транснефть (BBB/Ваа1/-)

*По еврооблигациям Транснефть может возникнуть право досрочного предъявления к погашению по номиналу*

В 2010 г. Транснефть была включена в предварительный список компаний, подлежащих приватизации в 2011 – 2014 гг. В результате, по еврооблигациям Транснефти может возникнуть право досрочного предъявления к погашению по номиналу. Хотя воспользоваться этим правом при текущих котировках невыгодно, инвесторы отреагировали на такую новость довольно негативно.

Спред Газпром 14 WN к Транснефть 14



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Условия выпусков еврооблигаций Transneft 12/12E/14 (общим объемом около 2,7 млрд долл.) предполагают возникновение у держателей бумаг права на досрочное погашение долга в том случае, если государство перестает контролировать 100% голосующих акций компании. У держателей бумаг Transneft 13/18 (общим объемом 1,65 млрд долл.) аналогичное право возникает, если доля государства опускается ниже 75,0% голосующих акций компании или ниже 50% ее совокупного капитала. В настоящее время, напомним, государство контролирует 100% обыкновенных акций Транснефти и 78,1% ее совокупного капитала (остальное – доля привилегированных акций). По-видимому, речь пока идет о продаже не более 25% обыкновенных акций компании. Другими словами, возможная приватизация станет толчком к «смене контроля» (change of control) лишь для выпусков Transneft 12/12E/14 объемом 2,7



млрд долл., что по силам компании, на балансе которой на середину 2010 г. было аккумулировано более 9,3 млрд долл., при том что операционный денежный поток за 1П10 г. составил около 3,8 млрд долл.

Отметим, что все еврооблигации компании довольно давно торгуются по цене выше номинала, следовательно, доля держателей бумаг, желающих предъявить их к досрочному погашению по номиналу, не должна быть высока. Более того, мы полагаем, что Транснефть при необходимости сможет почти полностью обезопасить себя от досрочного погашения, если выйдет к кредиторам с просьбой отказаться от их права за определенное вознаграждение (consent fee).

***Мы рекомендуем короткие выпуски  
Транснефти: Transneft 12 и Transneft 14***

Мы рекомендуем короткие выпуски Транснефти (Transneft 12/14) как хорошие защитные инструменты для реализации стратегии *buy&hold*. Совсем недавно эти выпуски торговались с дисконтом (20–30 б. п.) к кривой доходности Газпрома, а сейчас торгуются на ней.





## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов****Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёмкин, СГА**

+7 (495) 980 43 10

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Тулинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

**Павел Пикулев**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**

+7 (495) 988 23 44

**Анна Курбатова**

+7 (495) 913 78 85

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

#### Потребительский сектор

**Рустам Шихамедов**

+7 (495) 428 50 69

#### Металлургия

**Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**

+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

**Юлия Мельникова**

+7 (495) 980 43 81

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Миронов**

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Роберто Пеццименти**

+7 (495) 989 91 27

**Себастьян де Принсак**

#### Трейдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74

### Департамент рынков фондового капитала

**Максим Шашенков**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 24

Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Константин Шалшаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

**Евгений Терещенко**

+7 (495) 988 24 10

**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**

+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодинкина**

+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**

директор

+7 (495) 988 24 48

#### Трейдинг

**Валерий Левит**

директор

+7 (495) 988 24 11

**Андрей Чичерин**

директор

+7 (495) 983 19 14

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

**Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены**

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.