

11 октября 2011

# Fixed Income Daily

## Прогноз по рынкам на сегодня

### Факторы влияния на котировки на сегодня

Очень низкие цены на рублевом долговом рынке, хороший момент для покупки	Позитивно
Ждем укрепление рубля в течение недели	Позитивно
До конца года в систему будет поступать дополнительно 500 млрд руб бюджетных расходов	Позитивно
Снижается спрос на рублевую ликвидность	Позитивно
Помощь Греции отложена до середины ноября	Негативно

### Рынок рублевых облигаций

Сегодня ждем рост цен на рублевом долговом рынке под влиянием ряда позитивных факторов: рубль укрепляется, и будет укрепляться как минимум до конца этой недели, на рынке много относительно дешевой ликвидности, на внешних площадках благоприятная ситуация.

Мы рекомендуем покупать рублевые бонды сегодня с таргетом продать в пятницу (14 Октября), перед началом нового налогового периода.

Для более рискованных и стратегических игроков рекомендуем пользоваться возможностью и начинать формировать крупный портфель, с акцентом на ОФЗ, с намерением продать ближе к концу года.

Отметим очень хороший сигнал для рублевого долгового рынка – эмитенты начали пытаться возвращаться на первичный рынок.

Во-первых, Банк Русский Стандарт проведет вторичное размещение бондов 8-й серии на 3 млрд руб, с погашением через полгода;

Во-вторых - Северо-Западная концессионная компания размещает «инфраструктурные» бонды, с привязкой к инфляции и госгарантией.

Особенное внимание рекомендуем обратить на результаты SPO банка Русский стандарт – если эмитент найдет действительно рыночный спрос хотя бы на 1 млрд руб, событие может открыть дорогу для новых эмитентов на первичном долговом рынке, очень позитивно.

Кроме того, Москва объявила о выкупе с рынка 61-64 выпусков, событие состоится 12 октября. Не исключаем, что корпоративные эмитенты с большим уровнем долга, и бондами дешевле номинала на вторичном рынке – Русал, Евраз, Мечел, Башнефть, Алроса – могут объявить о выкупе своих облигаций.

### Корпоративные новости

**Банк Русский Стандарт** вчера открыл книгу заявок на бумаги 8-й серии. Банк планирует разместить на вторичном рынке бумаги в объеме до 3 млрд руб при общем объеме выпуска 5 млрд руб. Озвученный организаторами диапазон цен соответствует доходности на уровне 10-10,75% годовых или премии 390-470bp к кривой ОФЗ, в то время как на вторичном рынке сделки с бумагами банков сопоставимого кредитного качества (ХКФБ, БСПб, КЕБ) и близкой дюрацией проходят в пределах 9% годовых. Таким образом, участие в аукционе даже по нижней границе диапазона является привлекательным.

**Группа КАМАЗ** опубликовала финансовые результаты за 1П11г по МСФО. Уверенный рост операционных показателей, однако рентабельность EBITDA снизилась. Группа получила первую после кризиса чистую прибыль. Долговая нагрузка за полугодие почти не изменилась. Мы не считаем бумаги группы интересными в текущих условиях.

Недавно агропромышленная группа **Мираторг (Fitch B)** опубликовала производственные результаты за первые 9 месяцев 2011г. Мы отмечаем, что все дивизионы группы продемонстрировали устойчивый рост показателей. В связи с продолжающейся на рынках турбулентностью мы нейтрально относимся к рублевым облигациям Мираторга на текущих уровнях (Мираторг БО1 YTM 10.46%).

Рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочные рейтинги Республики Карелия в иностранной и национальной валюте на уровне

### Денежный рынок

- 11 октября + Минфин предложит банкам 115 млрд р до 25 янв по ставке от 6,2%
- 12 октября
  - возврат Минфину 95 млрд р с депозитов банков (19 сен под 5,88%)
  - возврат Минфину 19,3 млрд р с депозитов банков (15 мар под 4,83%)
  - аукцион ОФЗ с погашением через 10 лет на 10 млрд р
- 14 октября + погашение ОБР-20

### Макро по РФ

На сегодня событий нет, ближайшие:

- 12 октября
  - индекс потребительских цен с 4 по 10 октября 2011 г
  - внешняя торговля РФ за авг 11г (ЦБР)
- 13 октября - общий объем резервов РФ на конец рабочей недели (ЦБР)
- 14 октября - объем денежной базы в узком определении (ЦБР)
- 14-17 октября - индекс цен производителей промышленных товаров в сен 2011 г

**Евгений Воробьев**  
 evgeny.vorobiev@otkritie.com

«ВВ», прогноз по рейтингам – «Стабильный». Проведенное рейтинговое действие распространяется на находящиеся в обращении на внутреннем рынке облигации республики.

Москва 12 октября 2011 года проведет на ФБ ММВБ аукционы по выкупу облигаций 61-64-го выпусков облигаций, говорится в сообщении департамента финансов Москвы.

## Денежный рынок

Ждем снижение спроса на рублевую ликвидность сегодня и на неделе. Кроме того, игроки будут постепенно выходить из валюты и заканчивать спекулятивные операции, направленные на укрепление рубля. Это добавит денег в систему, и благоприятно повлияет на спрос на рублевые бонды.

**Сегодня ставки кредитов овернайт будут находиться в коридоре 4,25-4,75% годовых.**

## Форекс

Ждем укрепление рубля в течение недели под влиянием нескольких факторов – стабилизация ситуации на внешнем рынке, рост котировок нефти; кроме того, рублевые игроки постепенно заканчивают спекулятивные операции в сторону ослабления рубля, и будут выходить из валюты. **Сегодня рубль будет торговаться в коридоре 36,40-36,60 руб за корзину.**

## Среднесрочные факторы влияния на цены

- Большое количество дешевых выпусков на рублевом долговом рынке – **ПОЗИТИВНО**
- Возможно до конца года Минфин не будет больше продавать ОФЗ - **ПОЗИТИВНО**
- Существенный профицит федерального бюджета РФ, правительство будет тратить по 1,3 трлн руб в месяц до конца года - **ПОЗИТИВНО**
- Ждем, что игроки прекратят спекулятивные операции в сторону ослабления рубля, что добавит ликвидности в систему - **ПОЗИТИВНО**
- Минфин РФ вернется к прежнему графику проведения аукционов по размещению средств федерального бюджета на депозиты банков - один раз в неделю по вторникам - **ПОЗИТИВНО**
- ФРС готова принять дальнейшие меры для поддержки хрупкого экономического восстановления - **ПОЗИТИВНО**
- ЦБ РФ и Минфин предоставляют большой объем рублевой ликвидности игрокам при необходимости - **ПОЗИТИВНО**
- Афины могут остаться без наличных денег уже в середине ноября, если международное сообщество не выделит 8 млрд евро помощи - **НЕГАТИВНО**
- Высокая вероятность дефолта Греции - **НЕГАТИВНО**
- Существует опасность рецессии в США и Еврозоне в среднесрочной перспективе – **НЕГАТИВНО**

## Ключевые параметры выпуска Русский Стандарт 08

Эмитент	Русский Стандарт
Серия	08
Объем выпуска	5 млрд руб
Объем предложения	до 3 млрд руб
Дата погашения	13.04.2012
Ставка купона	7,75% годовых
Ориентир организатора по цене / доходности	98,58-98,93% номинала / 10,75-10,0% годовых
Дата закрытия книги	13.10.2011
Дата размещения	14.10.2011
Дюрация	0,5 года
Справедливая доходность	9,0-9,5%

Источник: данные компании, Открытие Капитал

Александр Афонин  
alexander.afonin@otkritie.com

## Ключевые финансовые показатели, МСФО, руб млрд.

	1П10	2010	1П11
Выручка	31.86	73.77	44.21
ЕБИТДА	1.98	4.23	2.19
Чистая Прибыль	-0.40	-0.89	0.09
Активы	70.65	70.07	77.20
Ден. средства	7.25	4.09	3.62
Фин. долг	20.71	22.13	22.93
долгосрочный	8.84	9.57	11.80
краткосрочный	11.87	12.56	11.13
Чистый долг	13.46	18.05	19.32
Собственные средства	30.40	29.88	29.91
Рент-ть по OIBDA	6,2%	5,7%	4,9%
Рент-ть по чистой прибыли	-1,2%	-1,2%	0,2%
Финансовый долг/Активы	29,3%	31,6%	29,7%
финансовый долг/ЕБИТДА	5,2	5,2	5,2
Чистый долг/ ЕБИТДА	3,4	4,3	4,4
ЕБИТДА/Проценты	1,8	1,9	1,8
Капитал/Активы	43,0%	42,6%	38,7%

Источник: данные компании, Открытие Капитал

Александр Афонин  
alexander.afonin@otkritie.com

## Банк Русский Стандарт (Ва3/В+/В+) выходит на вторичный рынок

**Банк Русский Стандарт в понедельник открыл книгу заявок на бумаги 8-й серии.** Банк планирует разместить на вторичном рынке бумаги в объеме до 3 млрд руб при общем объеме выпуска 5 млрд руб. Ставка купона по ним установлена в размере 7,75% годовых, погашение бумаг состоится 13 апреля 2012 года. Конкурс будет проходить по цене, ориентир организаторов находится в диапазоне 98,58-98,93% номинала, что соответствует доходности к погашению 10,75-10,0% годовых. Заявки от инвесторов принимаются до 16 часов московского времени 13 октября. Предварительная дата размещения – 14 октября.

**Ориентиры с явной премией.** Озвученный организаторами повторного размещения диапазон цен соответствует доходности на уровне 10-10,75% годовых или премии 390-470бп к кривой ОФЗ. В то же время на вторичном рынке немногочисленные сделки с бумагами банков сопоставимого кредитного качества (ХКФБ, БСПБ, КЕБ) и близкой дюрации проходят в пределах 9% годовых, что дает нам основание оценивать премию по предложенным ориентирам минимум в 100бп. Таким образом, участие в аукционе даже по нижней границе диапазона является привлекательным, а наличие и размер премии позволяет предположить, что размещение рассчитано на широкий круг участников и, весьма вероятно, результат размещения можно будет считать рыночным индикатором интереса инвесторов к бумагам в текущей ситуации.

## КАМАЗ (NR) - финансовые результаты 1П11г.

**Вчера Группа КАМАЗ опубликовала финансовые результаты за 1П11г по МСФО.** По итогам работы группа получила чистую прибыль в размере 87 млн руб - это первая чистая прибыль группы начиная со второго полугодия 2008 года. В аналогичном периоде прошлого года КАМАЗ получил убыток в размере 397 млн руб. Выручка группы составила 44,2 млрд руб, что на 39% выше результата 1П10г в основном благодаря 47%-ному росту продаж грузовых автомобилей и машинокомплектов и увеличения на 69% экспортных операций (до 29,65 млрд руб и 4,71 млрд руб соответственно). Операционная прибыль группы практически удвоилась, составив 1,04 млрд руб. Несмотря на значительное увеличение коммерческих и административных расходов (+96% до 2,3 млрд руб и +38% до 3,2 млрд руб). Денежный поток от операционной деятельности стал отрицательным и составил 1,80 млрд руб против 2,47 млрд руб в 1П10г. Показатель ЕБИТДА вырос на 11% составив 2,19 млрд руб, однако рентабельность снизилась с 6,2% в прошлом году до 4,9%.

**Долговая нагрузка почти не изменилась.** В феврале текущего года группа разместила рублевые облигации на сумму 3 млрд руб, что в сумме с погашенными долгами дало увеличение общего размера долга с начала года всего на 3,6% до 22,93 млрд руб. Временная структура долга немного улучшилась, хотя по-прежнему сохраняется значительная доля краткосрочного долга (49% по итогам 1П11г), при этом денежные средства покрывают его только на треть. В терминах чистый долг /ЕБИТДА изменений практически не произошло, на конец 1П11г соотношение составило 4,4х против 4,3х на конец года.

**Бумаги не выглядят интересно.** На рынке обращаются два биржевых выпуска группы, БО1 с дюрацией 1,1 года торгуется с доходностью 8,3% годовых, на год более длинный БО2 предлагает 8,7% годовых. Принимая во внимание невысокую ликвидность бумаг, отсутствие рейтинга у компании и не включение бумаг в ломбардный список, мы не считаем их интересными на текущих уровнях.

**Производственные результаты группы Мираторг**

тыс. тонн	2010	1К11	2К11	3К11
Свиноводство	137.6	34.1	73.7	119.6
Мясопереработка	152	32.3	62	96
Дистрибуция	338	72	146	243

Источник: данные компании, Открытие Капитал

**АПХ Мираторг (Fitch B): сильные операционные результаты за 3К11.**

**Внедрение новых мощностей, а также хорошая конъюнктура рынка положительно сказались на деятельности группы.** Недавно агропромышленная группа Мираторг опубликовала производственные результаты за первые 9 месяцев 2011г. Мы отмечаем, что все дивизионы группы продемонстрировали устойчивый рост показателей. Так, благодаря вводу новых мощностей производство свинины в живом весе увеличилось на 16% год к году (квартал к кварталу объем прироста аналогичный) и составило 119.6 тыс. тонн. Всего по году Мираторг рассчитывает, что данный дивизион произведет 169.1 тыс. тонн продукции. Что касается мясопереработки, то объемы производства восстановились после снижения во 2К11, добавив 14.5% (квартал к кварталу). Сокращение было обусловлено уменьшением объемов закупки стороннего сырья. Однако Мираторгу удалось быстро восстановить загрузку мощностей, таким образом сохранив объемы первичной переработки на уровне аналогичного периода 2010 г. Сегмент дистрибуции продемонстрировал наибольшие темпы прироста квартал к кварталу (+31.1%) за счет увеличения объемов продаж товаров собственного производства в рамках стратегии компании по импортозамещению. Всего за 9 месяцев 2011г. Мираторг реализовал 243 тыс. тонн продукции.

В своем пресс-релизе компания также раскрыла достижения в рамках реализации инвестиционной программы. Что касается проекта по производству говядины, то на текущий момент в дополнение к двум уже запущенным фермам в октябре ожидается сдача еще трех объектов. Всего до конца года планируется построить 14 и заселить 6 ферм. В рамках реализации птицеводческого проекта ведется строительство трех бройлерных птицеферм, а также мясоперерабатывающего комплекса. Ожидается, что данное направление будет введено в 2012 г.

**Мы нейтрально относимся к рублевым облигациям Мираторга на текущих уровнях.** В натекущий момент в обращении находятся два выпуска облигаций компании: серии 01 и серии БО1. Первый выпуск почти полностью был выкуплен компанией в момент оферты в августе текущего года и, таким образом, не представляет особого интереса. Недавно размещенные бумаги Мираторг БО1 (YTM 10.46%, спрэд к ОФЗ порядка 286 бп.) также пока не отличаются высокой ликвидностью, что во-многом связано с продолжающейся турбулентностью на рынках. По мере стабилизации ситуации вложения в облигации Мираторга, как нам кажется, могут стать неплохой торговой идеей. К примеру, бумаги группы Кокс, которая имеет аналогичный уровень кредитного рейтинга, торгуются сейчас с дисконтом около 100 бп. (Кокс БО2 YTM9.37%).

Ольга Николаева  
olga.nikolaeva@otkritie.com

**Рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочные рейтинги Республики Карелия в иностранной и национальной валюте на уровне «ВВ», прогноз по рейтингам – «Стабильный». Проведенное рейтинговое действие распространяется на находящиеся в обращении на внутреннем рынке облигации республики.**

Уверенный рост экономики республики в 2010 году способствовал восстановлению собственных доходов бюджета, увеличившихся на 35% относительно 2009 года. Катастрофическое падение поступлений налога на прибыль организаций в 2009 году (-70,7%) удалось частично компенсировать, но в номинальном выражении данная статья достигла уровня 2008 года только по итогам первых 8 месяцев 2011 года, при этом план на текущий год выполнен почти на 119%. Более устойчивый к фазам экономического цикла НДС после минимального сокращения в 2009 году продолжает уверенный рост. Прогноз по собственным доходам бюджета выглядит излишне осторожным – уже сейчас он исполнен на 78%.

Высокая зависимость от двух ключевых отраслей экономики (металлургия и целлюлозно-бумажная промышленность), чувствительных к колебаниям экономики, продолжают оставаться одним из ключевых слабых мест финансового профиля региона. Судя по оперативным данным Росстата, промышленность республики исчерпала потенциал пост-кризисного восстановления – рост индекса промышленного производства (относительно аналогичного периода прошлого года) с начала года не балует серьезными результатами (всего +0,3% за 8 месяцев 2011 года), значительно отставая от средних значений по округу и России. Это может означать, что потенциал быстрого роста поступлений налога на прибыль предприятий также исчерпан. В то же время потребительский сектор чувствует себя куда более комфортно и НДС может укрепить свои позиции крупнейшей статьи собственных доходов.

Регион продолжает достаточно серьезно зависеть от перечислений федерального правительства. В 2010 году их объем увеличился на 11,3% несмотря на рост поступлений собственных доходов, доля собственных доходов в 2010 году увеличилась с 57,1% до 61,6% - учитывая темпы роста экономики не самый впечатляющий результат. Официальный прогноз предполагает рост показателя до 64,8% в 2011 году, мы же склонны ждать несколько более позитивных результатов, однако в обозримой перспективе увеличения показателя выше докризисных уровней (67-69%) несмотря на ожидания дальнейшего расширения экономики не стоит.

Благодаря росту доходов, опередившему увеличение расходной части бюджета, в 2010 году региону удалось сократить дефицит с 2,89 млрд. руб. в 2009 году до 0,77 млрд. руб. Ожидаемый дефицит на 2011 год в 3 млрд. руб. по нашему мнению будет существенно меньше.

В период кризиса республика значительно увеличила долговую нагрузку. Отношение долга к собственным доходам выросло с 0,29х в 2008 году до 0,56х в 2010 году и вероятно продолжит рост в 2011 году, достигнув 0,60х. Это достаточно высокий уровень, учитывая небольшие масштабы экономики региона, однако, судя по пресс-релизу Fitch, это отчасти компенсируется ликвидной позицией, достаточной для погашения текущих обязательств. Судя по текущей редакции закона о бюджете на 2011-2013 гг., график погашения долга не столь комфортен – в 2012 году к погашению или рефинансированию предусмотрены примерно 50% обязательств от прогнозируемого объема долга на конец года.

Насколько мы можем судить, единственным долгосрочным обязательством республики на текущий момент выступает облигационный займ серии 34013. Банковские и бюджетные кредиты являются в лучшем случае среднесрочными обязательствами. Кроме того, мы можем предположить, что пик погашения бюджетных кредитов приходится на

2012-2013 гг. Таким образом, перед регионом встает достаточно серьезный вопрос замещения бюджетных кредитов рыночными заимствованиями и снижению рисков рефинансирования. Для уровня кредитного рейтинга региона позитивным было бы смещение структуры долга в сторону долгосрочных заимствований.

Находящиеся в обращении два выпуска облигаций республики серий 34011 и 34013 не предоставляют каких-либо интересных торговых возможностей в силу крайне низкой ликвидности.

**Рис. 1. Основные параметры бюджета республики Карелия**

	2009	Изм. %	2010	Изм. %	8 мес. 2011	% исполнения плана	2011 П	Изм. %
Доходы бюджета, всего	19,996.0	-7.21%	24,873.4	24.39%	18,179.0	75.64%	24,032.2	-3.38%
Налог на прибыль организаций	1,271.2	-70.72%	3,980.2	213.11%	4,342.2	118.96%	3,650.0	-8.30%
НДФЛ	4,389.7	-0.15%	4,633.3	5.55%	3,133.8	64.09%	4,890.0	5.54%
Безвозмездные поступления	8,581.2	21.98%	9,551.3	11.30%	6,019.9	71.20%	8,455.4	-11.47%
Расходы бюджета, всего	22,882.8	4.16%	25,641.9	12.06%	16,198.9	59.93%	27,031.7	5.42%
Собственные доходы	11,414.8	-21.36%	15,322.1	34.23%	12,159.1	78.06%	15,576.8	1.66%
Доля собственных доходов	57.1%	-	61.6%	-	65.4%	-	64.8%	-
Профицит (дефицит) бюджета	-2,886.8	588.74%	-768.4	-73.38%	1,980.1	-	-2,999.5	-
Доля профицита (дефицита) в собственных доходах	-25.3%	-	-5.0%	-	16.3%	-	-19.3%	-
Объем госдолга	6,076	46.67%	8,505	39.98%	6,735	-	9,416	10.71%
Госдолг/собственные доходы	0.53	-	0.56	-	0.38	-	0.60	-

Источник: данные и прогнозы правительства республики Карелия

**Максим Гребцов**  
maksim.grebtsov@otkritie.com

### Москва 12 октября 2011 года проведет на ФБ ММВБ аукционы по выкупу облигаций 61-64-го выпусков облигаций, говорится в сообщении департамента финансов Москвы.

Операция проводится в рамках политики нового руководства города по сокращению долговой нагрузки и оптимизации расходной части бюджета. Текущий профицит и объем свободной ликвидности (мы судим по состоянию на начало 2011 года) позволяют городу без особых проблем выкупить весь находящийся в рынке объем бумаг этих выпусков (по данным агентства Sбonds - порядка 57,069 млрд. руб.). Планируется выкупить преимущественно среднесрочные облигации, обладающие очень высоким уровнем купонных ставок (12-15%). Это призвано позволить городу существенно сократить расходы на обслуживание долга.

По состоянию на 01.08.2011 года объем полного долга города составлял 296,93 млрд. руб. (в т.ч. 32,67 млрд. внешнего долга), что на 0,78% ниже уровня начала года. Отношение полного долга к LTM собственным доходам по итогам 8 месяцев 2011 года составило 0,24х против 0,28х на начало года.

По итогам года властями планировался дефицит бюджета в 13% собственных доходов. Мы ожидали, что итоги года будут не настоль слабыми, однако последние данные об исполнении бюджета позволяют быть гораздо более оптимистичными – мы не исключаем, что бюджет города вполне может быть бездефицитным (как и федеральный бюджет, параметры которого были недавно пересмотрены). За 8 месяцев 2011 года бюджет исполнен с профицитом в 339,7 млрд. руб. на фоне активного роста собственных доходов бюджета (+22,35% к аналогичному периоду 2010 года и 72,64% плана). План по доходам исполнен уже на 91,7% (впрочем, в т.ч. за счет безвозмездных поступлений), в то время как исполнение по расходам составляет всего 40,5% плана. Традиционно на конец года приходится значительная часть расходов.

Город планирует вернуться на рынок публичного долга только в 2013 году. Объем заимствований на 2013-2014 гг. оценивается властями города в примерно 115-117 млрд. руб. Ожидаемое увеличение долга на наш взгляд не приведет к ухудшению кредитного качества города.

Данные выпуски за последние месяцы серьезно подешевели, поэтому если выкуп будет предложен примерно «по рынку», мы не думаем, что это привлечен много желающих. Ситуация с ликвидностью сейчас достаточно неплохая, поэтому мы не думаем, что многие решат избавиться от этих бумаг только ради привлечения «кэша» - только лишь случае острой потребности в нем. Поэтому успех buy-back будет зависеть от предложенной цены.

Надо сказать, что при минимальных рисках города ставки купона по этим выпускам выглядят более чем привлекательно (особенно в условиях дефицита предложения суб-суверенных бумаг подобного качества).

В заключение необходимо отметить, что определенный информационный вакуум, окружающий данную операцию, может говорить о том, что город уже достиг соглашения о выкупе с несколькими крупными держателями.

**Рис. 1. Параметры выкупаемых займов**

Серия	61	62	63	64
ISIN	RU000A0JQ5K8	RU000A0JQ5L6	RU000A0JQ5H4	RU000A0JQHJ7
Дата погашения	03.06.2013	08.06.2014	10.12.2013	16.11.2015
Объем в обращении (млн. руб.)	11,936.7	31,990.9	5,803.9	7,340.7
Купон (%)	15	14-12	15	14-12
Цена MID	113.38	112.26	115.25	114.27
Доходность BID (%)	6.54	8.00	7.54	8.57
Спрэд к кривой ОФЗ (б.п., на 10.10.2011)	-49	46	22	61
Изменение средневзвешенной цены за 3 мес.	-3.72	-5.57	-5.05	-1.43

Источник: ММВБ, Sbonds, Департамент финансов города Москвы

Максим Гребцов  
maksim.grebtsov@otkritie.com

## ЗАСВИДЕТЕЛЬСТВОВАНИЕ АНАЛИТИКОВ

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

- 1) отраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента,
- 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависит, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

## Общие ограничения ответственности

Настоящий отчет подготовлен Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО Финансовая корпорация «Открытие». ОАО Финансовая корпорация «Открытие», ее дочерние и зависимые общества и филиалы именуется здесь как Группа «Открытие». Otkritie Capital – это мировое торговое наименование Группы «Открытие» и ее аффилированных обществ по всему миру, а также является рыночной маркой, под которой Otkritie Securities Limited ведет деятельность по инвестиционному анализу в Соединенном Королевстве. Более подробную информацию о структуре группы и ее аффилированных обществ можно найти на сайте [www.otkritie.com/en/about/business\\_structure/](http://www.otkritie.com/en/about/business_structure/). Настоящий отчет подлжет распространению только при обстоятельствах, разрешенных применимым законодательством. никоим образом данный отчет или любая его часть не представляет собой ни заявление, что любая описанная здесь инвестиционная стратегия или рекомендация подходит или предназначена для конкретных обстоятельств получателя данного отчета, ни иную личную рекомендацию.

Отчет публикуется только для информационных целей. Он не является рекламой и не должен рассматриваться как навязывание услуг или предложение купли или продажи каких-либо ценных бумаг. Представленная здесь информация не составляет проспект ценных бумаг для целей Директивы ЕС 2003/71/ЕС или Федерального закона № 39-ФЗ от 22 апреля 1994 (с поправками) Российской Федерации «О рынке ценных бумаг». Любое решение приобрести ценные бумаги по планируемой оферте следует быть принято на основании информации, содержащейся в окончательном проспекте, опубликованном в отношении такой оферты. В данном отчете не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, за исключением информации, касающейся ОАО ФК «Открытие», ее дочерних и аффилированных обществ. Также целью данного отчета не является полный обзор ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в данном отчете. Группа «Открытие» не гарантирует инвесторам получение прибыли, не намерена разделять с инвесторами инвестиционные доходы, и не несет ответственности за любые инвестиционные убытки. Инвестиции подразумевают под собой риски и, принимая инвестиционные решения, инвесторы должны руководствоваться благоразумием. Инвестирование в развивающиеся рынки, такие как Россия и другие страны СНГ, и ценные бумаги развивающихся рынков подразумевает высокую степень риска, и прежде чем инвестировать, инвесторам рекомендуется провести свою собственную экспертизу. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Ценность любой инвестиции или дохода может как снизиться, так и вырасти, и инвестированную сумму не всегда можно будет вернуть. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, выраженному другими бизнес - единицами или подразделениями Группы «Открытие», так как ими применяются разные критерии и предположения. Объект анализа определяется, обновляется и отклоняется только на единоличное усмотрение руководства аналитического отдела Группы «Открытие». Представленные здесь аналитические выводы базируются на множестве предположений. Различные предположения могут привести к фактически различным результатам. Аналитики, ответственные за подготовку данного отчета, могут взаимодействовать с персоналом отдела торговых операций, отдела продаж и других подразделений с целью сбора, систематизации и интерпретации информации о рынке. Группа «Открытие» не обязана следить за обновлением и актуальностью содержащейся здесь информации. При контроле потока информации из одного подразделения Группы «Открытие» в другое, Группа «Открытие» полагается на информационные барьеры. Размер вознаграждения аналитиков, подготовивших данный отчет, определяется исключительно руководством аналитического отдела и высшим руководством (за исключением инвестиционно-банковской деятельности). Размер вознаграждения аналитиков не зависит от доходов от инвестиционно-банковской деятельности, но может быть связан с доходами, полученными в результате инвестиционно-банковской деятельности ОАО ФК «Открытие» в целом, частью которой является инвестиционно-банковское производство, продажи и торговые операции.

Описанные здесь ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или для определенных категорий инвесторов. Опционы, производные инструменты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Залоговые и обеспеченные активами ценные бумаги могут повлечь высокую степень риска и могут быть очень зависимыми от колебаний процентных ставок и других рыночных условий. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Курсы обмена валют могут негативно сказаться на стоимости, цене или доходности любой ценной бумаги или инструмента, упомянутого в настоящем отчете. Для заключения сделки или по другим возникающим вопросам клиентам следует обратиться к местным торговым представителям. Ни ОАО ФК «Открытие», ни любое из ее зависимых обществ, ни любой член Группы «Открытие» или директор, сотрудник или агент не несет никакой ответственности за ущерб, причиненный в результате использования всего данного отчета или его части. Что касается финансовых инструментов, допущенных к торговле на российском или ином регулируемом рынке: ОАО ФК «Открытие», ее аффилированные и дочерние общества (за исключением Otkritie Inc.) могут выступать в роли маркетмейкера или оферента ликвидности в отношении финансовых интересов таких эмитентов. Группа «Открытие» и ее аффилированные общества и сотрудники могут иметь длинные или короткие позиции, торговать за счет собственного капитала и покупать и продавать указанные здесь инструменты или их производные.

Цены, указанные в настоящем отчете представлены только для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Мы не гарантируем, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Мы также не гарантируем, что указанные цены обязательно отражают данные внутреннего учета и отчетности Группы «Открытие» или оценку, основанную на теоретической модели, и могут быть основаны на определенных предположениях. Различные предположения, используемые Группой «Открытие» или иными источниками, могут привести к совершенно разным результатам.

**Соединенное Королевство и остальная часть Европы:** Если иное не указано в данном документе, этот материал передается Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО ФК «Открытие», лицам, являющимся уполномоченными контрагентами или профессиональными клиентами и доступен только для таких лиц. Содержащаяся здесь информация не предназначена для розничных клиентов, соответственно им не следует на нее полагаться. Общество Otkritie Securities Limited уполномочено и регулируется Управлением по финансовым услугам (FSA). Исследования, проводимые под торговой маркой Otkritie Capital, соответствуют всем требованиям FSA и законодательства о раскрытии информации, о чем в тексте отчета даны соответствующие отсылки. **Россия:** Распространяется Московским представительством Otkritie Securities Limited. **США:** Распространяется резидентам США через Otkritie Inc., являющейся членом Агентства по регулированию деятельности финансовых институтов и Корпорации защиты фондовых инвесторов, или группой, дочерним или аффилированным обществом ОАО ФК «Открытие», не зарегистрированным в США как брокер-дилер (зависимое общество, незарегистрированное в США) только крупнейшим институциональным инвестором США. При передаче отчета, подготовленного иным незарегистрированным в США зависимым обществом, гражданам США Otkritie Inc. несет ответственность за его содержание.

Все сделки, совершаемые резидентом США относительно ценных бумаг, указанных в настоящем отчете, должны осуществляться через Otkritie Inc., а не через иное аффилированное общество, не зарегистрированное в США. Несмотря на то, что оно несет ответственность за содержание настоящего отчета при передаче его инвесторам США, Otkritie Inc. не принимало участие в составлении настоящего отчета, а аналитики, проводившие аналитические исследования для данного отчета и нанятые любым незарегистрированным в США аффилированным обществом Otkritie Inc. не являются зарегистрированными/квалифицированными аналитиками Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи, и следовательно на них не распространяется ограничительное действие правил Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи по общению с исследуемой компанией, публичным выступлениям и торгуемым ценным бумагам, удерживаемым на счету аналитиков. Среди прочего, это означает, что юридическое лицо и аналитики, издавшие данный отчет, не обязаны выполнять требования по раскрытию информации и иных нормативных актов США, которые распространяются на Otkritie Inc. и его сотрудников и агентов.

Раскрытие информации в составленных Otkritie Securities Limited аналитических отчетах совершается и руководствуется законодательством Англии.

Группа «Открытие» особо запрещает дальнейшее распространение данного материала полностью или частично без письменного разрешения Группы «Открытие» и не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого распространения. В материалах могут быть изображены объекты или элементы, защищенные авторским правом третьих лиц, законом о торговых марках и иной интеллектуальной собственности. © Otkritie Capital 2011. Основной символ и наименование Otkritie Capital находятся среди зарегистрированных и незарегистрированных торговых марок Группы «Открытие». Все права защищены.