

# Мониторинг первичного рынка

На первичном рынке правят балл эмитенты финансового сектора, причем о размещениях заявили банки различных эшелонов, поэтому у инвесторов имеется возможность выбора по степени риска и уровню доходности. Среди интересных выпусков первого эшелона можно выделить бумаги КредитЕвропа Банка БО-06, из третьего – бонды Российского капитала БО-01, относящегося к квазисуверенным рискам с дополнительной премией.

## Облигации, аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW Татфондбанк	B3/-	Да	2 000	11 сен	17 сен	11,25 - 11,75% / 11,57 - 12,1%	-	1/3	от 11,8%
NEW Крайинвестбанк БО-03	B/-	Да	2 000	11 сен	13 сен	11 - 11,25% / 11,3 - 11,57%	-	1,5 / 6	от 11,4%
NEW Банк "Санкт-Петербург" БО-09	Ba3/-	Да	5 000	10 сен	12 сен	8,4 - 8,9% / 8,58 - 9,1%	-	1 / 3	-
Меткомбанк БО - 06	B2/-	Да	1 500	10 сен	12 сен	10,75 - 11,25% / 11,04 - 11,57%	-	1,5 / 3	от 11,3%
NEW АКБ "Российский Капитал" БО-01	-/B+	Да	3 000	6 сен	10 сен	9,75 - 10,25% / 9,99 - 10,51%	-	1 / 3	от 11,3%
NEW КРЕДИТ ЕВРОПА БАНК БО-06	-/Ba3/BB-	Да	5 000	3 сен	5 сен	8,5 - 9,0% / 8,68 - 9,2%	-	1/3	от 8,9%
NEW "ДельтаКредит" 12-ИП	Baа3/-/BBB+	Да	5 000	2 сен	5 сен	8,4 - 8,5% / 8,58 - 8,68%	-	3 / 5	-

## Еврооблигации

КБ Восточный (суборд.)	B1/-	-	100-150 млн долл.	до 31 октября 2013		11,5-12%	n/a	-/5,5	от 11,6%
------------------------	------	---	-------------------	--------------------	--	----------	-----	-------	----------

## Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
ПрофМедиа БО-03	-/B/-**	Да	2 000	27 авг	29 авг	-	-	10,4%/10,7%	2/5
ПрофМедиа БО-04	-/B/-	Да	1 000	27 авг	29 авг	11,25 - 11,75% / 11,57 - 12,1%	-	11,50% / 11,9%	1 / 3
Межтопэнергобанк, 01	-/B/-	Да	1 500	27 авг	29 авг	10 - 10,5% / 10,25 - 10,75%	-	10,25 / 10,5%	7 / 10
Uranium One 02	-/BB/-	-	12 500	21 авг	23 авг	9 - 9,5% / 9,2 - 9,73%	-	8,85 / 9,05%	1,5 / 3
АК БАРС БАНК, БО-03	B2/-/BB-	Да	5 000	20 авг	22 авг	8,5 - 8,7% / 8,25 - 8,75% / 8,42 - 8,94%	-	8,37 / 8,54%	- / 7
Нижегородская область 09	-/BB-	Да	10 000	20 авг	26 авг	8,5 - 8,7% / 8,25 - 8,75% / 8,42 - 8,94%	-	8,35 / 8,43%	- / 3
Альфа-Банк БО-09	Ba1/BB+/BBB-	Да	5 000	16 авг	20 авг	8,60 - 8,80% / 8,78 - 8,99%	8,7/8,9%	8,7/8,9%	3 / 10
СУЭК-Финанс 05	Ba3/-	Да	10 000	16 авг	22 авг	11 - 11,5% / 11,46 - 12,01%	-	11% / 11,46%	1 / 5
ФК Открытие 06	-/B/-	-	5 000	15 авг	23 авг	11,46 - 12,01% / цена 99,9 - 100,15% / 10,6% / YTM 10,71 - 10,99%	-	цена 100% / 10,6% / YTM 10,8%	- / 1
Ренессанс Кредит БО-03 (вторич.)	B2/B+/B	Да	до 1848	13 авг	14 авг	100,15% / 10,6% / YTM 10,71 - 10,99%	-	купон 7,5%	34 / 35
МСП Банк, БО-01 и 02 ФСК ЕЭС 27	Baа3/BBB/-	Да	6 000 15 000	7 авг	13 авг	купон 7,5%	-	купон 7,5%	
О1 Пропертиз Финанс 01	- / B+ / -*	-	6 000	6 авг	8 авг	12 - 12,5% / 12,36 - 12,89%	12 - 12,25% / 12,36 - 12,62%	12,0% / 12,36%	3 / 5
Самарская область 35009	Ba1/BB+/-	Да	8 300	5 авг	9 авг	8,19 - 8,48% / 8,45 - 8,75%	7,99 - 8,20% / 8,23 - 8,46%	8,15% / 8,40%	аморт. / 7 лет
Русславбанк 01	B3 / - / -	Да	1 500	1 авг	5 авг	12,5 - 12,9% / 12,89 - 13,32%	12,25 - 12,5% / 12,63 - 12,89%	12,25% / 12,63%	1 / 5

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

\*рейтинг поручителя O1 Properties Ltd

\*\* рейтинг материнской структуры



КАЛЕНДАРЬ ДОЛГОВЫХ И ДЕНЕЖНЫХ РЫНКОВ

## Комментарии к размещениям:



### NEW Банк Российский Капитал (-/-/В+): первичное предложение.

В принципе, Эмитент предлагает неплохую премию - от 100 б.п. к другим санированным банкам – Связь-Банку (-/ВВ/ВВ) и ГЛОБЭКСу (-/ВВ/ВВ), которые принадлежат не АСВ, как в случае с Российским Капиталом, а ВЭБу. Тем не менее, учитывая, что указанные банки в 2-2,5 раза крупнее и имеют на 2 ступени более высокие рейтинги, на фоне негативной конъюнктуры мы ждем размещение выше середины обозначенного диапазона.



### NEW Крайинвестбанк (-/В+/В+): первичное предложение.

На середине предложенного диапазона заем смотрится интересно. Основное преимущество – акционерная структура Банка.



### NEW Татфондбанк (Вз/-/-): первичное предложение.

Отметим, что новые ориентиры предлагают премию порядка 20-30 б.п. к уже сформированной кривой Банка. При этом все выпуски Эмитента входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ (дисконт 25%). Последнее является, по нашему мнению, одним из ключевых факторов, обеспечивающих присутствующую ликвидность в бумагах Банка. Принимая во внимание довольно низкий рейтинг, на наш взгляд, до момента вхождения в перечень прямого РЕПО потребуется дополнительная премия к кривой. Таким образом, на фоне имеющейся конъюнктуры, мы не видим для Банка возможности разместиться ниже 11,8%.



### NEW КредитЕвропа Банк (Ваз/-/ВВ-): первичное предложение.

Нижняя граница предложенного диапазона соответствует уровням, на которых сейчас торгуются более короткие выпуски Эмитента, в частности БО-04. Учитывая конъюнктуру, выпуск, скорее, интересен ближе к середине указанного диапазона.



### Меткомбанк (В2/-/-): первичное предложение.

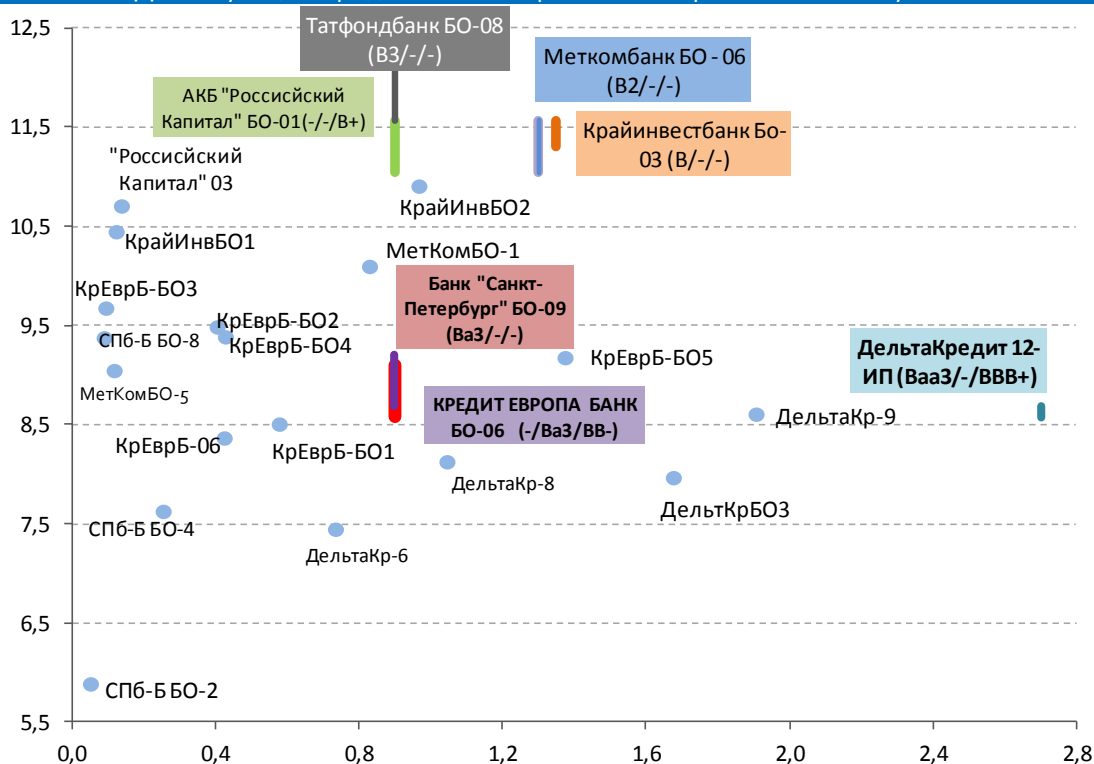
Акционерная структура – ключевой фактор инвестиционной привлекательности Банка. С учетом оказываемой поддержки предложенные уровни смотрятся неплохо и в середине предложенного диапазона. Тем не менее, финансовые метрики Меткомбанка остаются слабыми.



### Восточный Экспресс (В1/-/-): размещение субординированного выпуска.

Размещение субординированного займа в объеме 100-150 мдн долл. заметно поддержит капитал Банка. Предложенные уровни доходности имеют мало альтернатив на рынке российских еврооблигаций.

## Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг

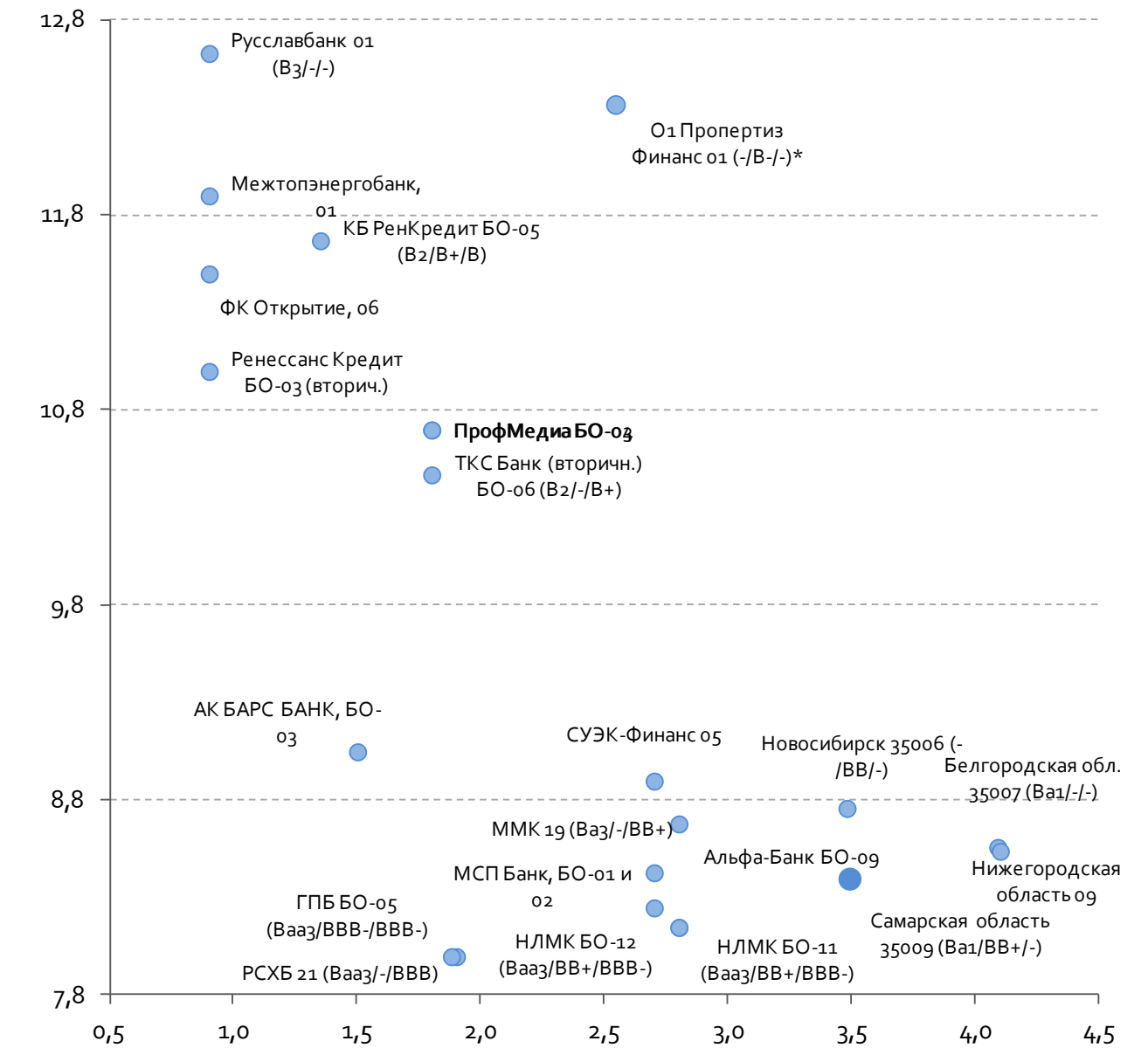


Источник: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

## Итоги последних размещений:

На прошлой неделе на первичном рынке было не так много размещений, что впрочем, на фоне не располагающей конъюнктуры было не удивительно. Так, по середине заявленного индикатива сроком на 1 год свои бумаги разместил Межтопэнергобанк, что стало хорошим результатом в сложившейся напряженной обстановке на рынках. Вместе с тем, ПрофМедиа Финанс из предложенного объема бумаг на 3 млрд руб. смогла разместить только 2,5 млрд руб. (или 83,3%) с доходностью 10,7% годовых к 2-летней оферте – вероятно, компания отдала предпочтение стоимости заемных средств, нежели объему.

Карта последних размещений:



Источник: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

\*рейтинг поручителя O1 Properties Ltd

## Комментарии:

### Банк Российский Капитал (-/-/В+): первичное предложение.

В принципе, Эмитент предлагает неплохую премию - от 100 б.п. к другим saniрованным банкам - Связь-Банку (-/ВВ/ВВ) и ГЛОБЭКСу (-/ВВ/ВВ), которые принадлежат не АСВ, как в случае с Российским Капиталом, а ВЭБу. Тем не менее, учитывая, что указанные банки в 2-2,5 раза крупнее и имеют на 2 ступени более высокие рейтинги, на фоне негативной конъюнктуры мы ждем размещение около середины обозначенного диапазона.

*Почти 20% обязательств сформированы средствами ЦБ...*

*...к концу 2014 года Эмитент должен восстановить свою финансовую устойчивость...*

*...до оферты Банк сохранит свое основное конкурентное преимущество в виде акционерной структуры...*

*О повышении качества активов Российского Капитала может свидетельствовать наблюдаемое последние три года восстановление резервов и размывание «плохих» кредитов за счет вновь создаваемого кредитного портфеля.*

*...предлагает неплохую премию - от 100 б.п. к другим Банкам в состоянии финансового оздоровления...*

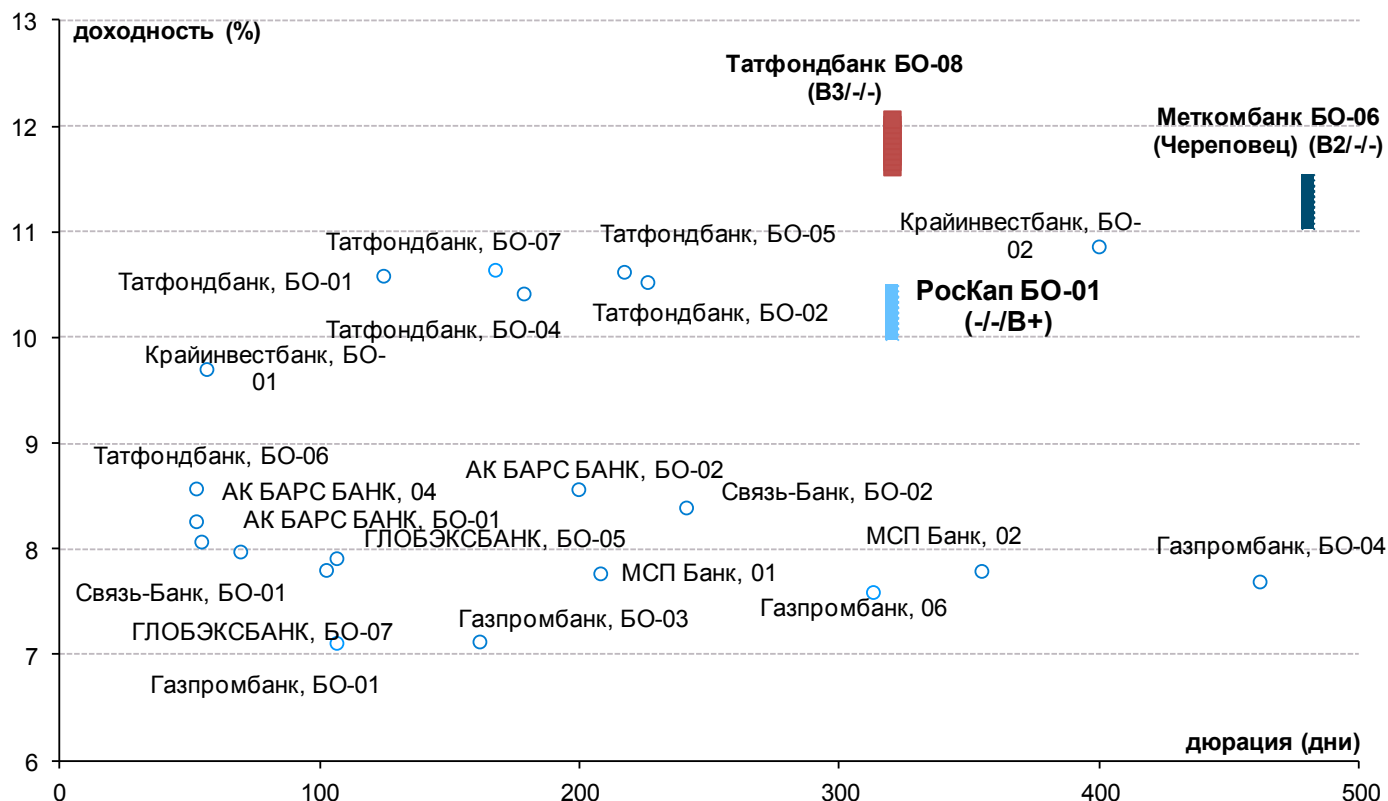
**Комментарий.** С 4 по 6 сентября Банк Российский Капитал проведет book-building облигаций серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Ориентир по ставке купона: 9,75-10,25% годовых, что соответствует УТР на уровне 9,99-10,51% к годовой оферте. Предварительная дата размещения – 10 сентября.

Напомним, Банк находится в стадии санации и на 99,99% принадлежит АСВ. Почти 20% обязательств сформированы средствами ЦБ (16,9 млрд руб.). Еще 2,5 млрд руб. предоставлены со стороны АСВ в качестве субординированного кредита, который в марте текущего года был продлен до 2018 года под 6,5%. Таким образом, в настоящее время деятельность Эмитента и его финансовая устойчивость продолжают зависеть от государственных финансовых институтов, и, видимо, момент продажи Кредитной организации наступит довольно не скоро. Согласно разработанной стратегии, к концу 2014 года Эмитент должен восстановить свою финансовую устойчивость. Соответственно, по крайней мере, до оферты Банк сохранит свое основное конкурентное преимущество в виде акционерной структуры. Кроме того, существенный объем депозитов физлиц в пассивах Банка также позволяет рассчитывать на активную поддержку. Последнее важно, учитывая, что Н1 у Банка находится на низких уровнях – 10,8% (на 1 августа 2013 года).

В последние годы Кредитная организация демонстрировала высокие темпы роста, в том числе за счет присоединения Губернского Банка «Тарханы» и КБ «Потенциал». О повышении качества активов Российского Капитала может свидетельствовать наблюдаемое последние три года восстановление резервов и размывание «плохих» кредитов за счет вновь создаваемого кредитного портфеля. Тем не менее, пока доля NPL (90+) остается высокой для корпоративного портфеля – более 15%, и в основном сейчас она представлена неработающими кредитами с уровнем просрочки более 1 года. По данным Эмитента, такая задолженность зарезервирована почти полностью - на 99,2%, то есть уже не должна генерировать убытки в будущем.

Напомним, Российский Капитал развивается по универсальной модели, хотя сейчас идет активное наращивание кредитного портфеля. В 2012 года доля кредитов физлиц в общем объеме возросла с 17,9% до 23,5%. Однако маржинальность бизнеса в целом все равно пока снижается: по нашим подсчетам показатель NIM упал с 3,8% до 3,1%. Последнее отчасти обусловлено довольно консервативным портфелем облигаций, который составляет существенную часть активов.

Текущее предложение – не первый облигационный заем Банка. В прошлом году он уже выходил на рынок с выпуском на 3 млрд руб., разместив его с купоном под 10,8% годовых. По новому займу, в принципе, Эмитент предлагает привлекательную премию - от 100 б.п. к другим Банкам в состоянии финансового оздоровления: Связь-Банку (-/ВВ/ВВ) и ГЛОБЭКСу (-/ВВ/ВВ), которые принадлежат ВЭБу. Тем не менее, учитывая, что указанные банки в 2-2,5 раза крупнее и имеют на 2 ступени более высокие рейтинги, на фоне негативной конъюнктуры мы ждем размещение от 11,3%, что может быть неплохой идеей, учитывая квазисуверенный, по сути, статус бумаг..

**Карта доходностей облигаций:  
Финансовый сектор**

**Финансовые показатели Банка Российский Капитал по МСФО**

Показатели отчетности, млн руб.	2010	2011	2012	Изм., 2012г.
Активы	28 435	53 969	88 454	64%
Денежные средства	764	2 104	2 460	17%
доля в активах	2,7%	3,9%	2,8%	---
Кредиты (net)	19 033	34 017	56 577	66%
Кредиты (gross)	26 444	44 822	66 660	49%
доля в активах	66,9%	63,0%	64,0%	---
NPL (90+)	24,1%	22,3%	15,3%	---
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	1,2	1,1	1,0	---
Кредиты / Средства клиентов	1,0	1,0	0,9	---
Вложения в финансовые активы	5 759	7 795	15 843	103%
доля в активах	20,3%	14,4%	17,9%	---
Инвестиционная собственность	508,4	508,4	897,3	76%
доля в активах	1,8%	0,9%	1,0%	---
Коэффициент достаточности общего капитала (TCAR)	8,4%	5,6%	3,1%	---
Показатели прибыльности, млн руб.	2010	2011	2012	Изм., 2012г.
Формирование резерва	127,6	1 124,8	89,6	-92%
Операционный доход**	1 106,7	1 068,0	2 907,2	172%
Прибыль	184,0	414,1	444,2	7%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	2012	Изм., 2012г.
RoAA	1,0%	1,0%	0,6%	-0,4%
RoAE	отриц.	17,0%	16,5%	-0,5%
C/I	100,5%	165,9%	90,0%	-75,9%
NIM	4,1%	3,8%	3,5%	-0,2%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

## Крайинвестбанк (-/В+/В+): первичное предложение.

**На середине предложенного диапазона заем смотрится интересно. Основное преимущество – акционерная структура Банка.**

*...последний раз Банк выходил на долговой рынок не так уж и давно - в апреле текущего года...*

*...98,04% капитала принадлежит Краснодарскому краю (Ва1/ВВ/ВВ+)...*

*По итогам 1 полугодия 2013 года Банк продемонстрировал довольно высокие для корпоративного банка темпы роста – «+18%» кредитного портфеля...*

*...NIM упал до 5% при 5,5% по итогам 2013 года...*

**Комментарий.** ОАО «Крайинвестбанк» 5 сентября планирует открыть книгу заявок на покупку облигаций серии БО-03 объемом 2 млрд руб. Дата закрытия книги - 11 сентября. Размещение запланировано на 13 сентября. Ориентир по купону составляет 11,00-11,25% годовых, что соответствует доходности к оферте через 1,5 года на уровне 11,30-11,57% годовых. Срок обращения - 6 лет.

Отметим, что последний раз Банк выходил на долговой рынок не так уж и давно - в апреле текущего года, разместив выпуск серии БО-02 на 1,5 года с купоном 11,35%. Текущие ориентиры несколько ниже, однако ушли не очень далеко. Впрочем, текущая конъюнктура не располагает к агрессивным размещениям.

Акционерная структура Эмитента, на наш взгляд, способна поддержать интерес инвесторов к бумагам Крайинвестбанка. Напомним, что 98,04% капитала принадлежит Краснодарскому краю (Ва1/ВВ/ВВ+) в лице Департамента имущественных отношений, еще 1,96% - Raiffeisenlandesbank (А1/-/-). Краснодарский край представляет собой одну из крупнейших экономик среди регионов страны. Кредитный профиль края умеренный и обусловлен подготовкой к Зимним Олимпийским играм в Сочи в 2014 году. Строительство инфраструктуры и спортивных объектов привело к высокой зависимости краевого бюджета от федерального, а также росту долговой нагрузки региона до отметки 60% в терминах Госдолг/Соб. доходы. В настоящее время пик инвестиций пройден, и край уже в меньшей степени нуждается в финансовых вливаниях федерального центра. Соответственно самостоятельность его бюджета будет возрастать, чему также поспособствует рост собственных доходов, устойчивость которых обеспечена хорошей отраслевой диверсификацией экономики.

По итогам 1 полугодия 2013 года Банк продемонстрировал довольно высокие для корпоративного банка темпы роста – «+18%» кредитного портфеля, однако масштабы бизнеса Кредитной организации остаются довольно скромными – 120 место по активам. Основное фондирование осуществляется за счет средств клиентов, при этом вклад физлиц в данную статью продолжает расти – с 53,3% на начало года до 57,7% на конец 1 полугодия. Последнее, на наш взгляд, оказывает негативное влияние на маржинальность бизнеса Эмитента: NIM упал до 5% при 5,5% по итогам 2013 года.

В «плюс» эмитенту отметим поддержку со стороны акционеров в виде взносов в уставный капитал – 1,5 млрд руб. в прошлом году. Тем не менее, достаточность капитала (Н1) на 1 августа составила довольно умеренные 11,75%.

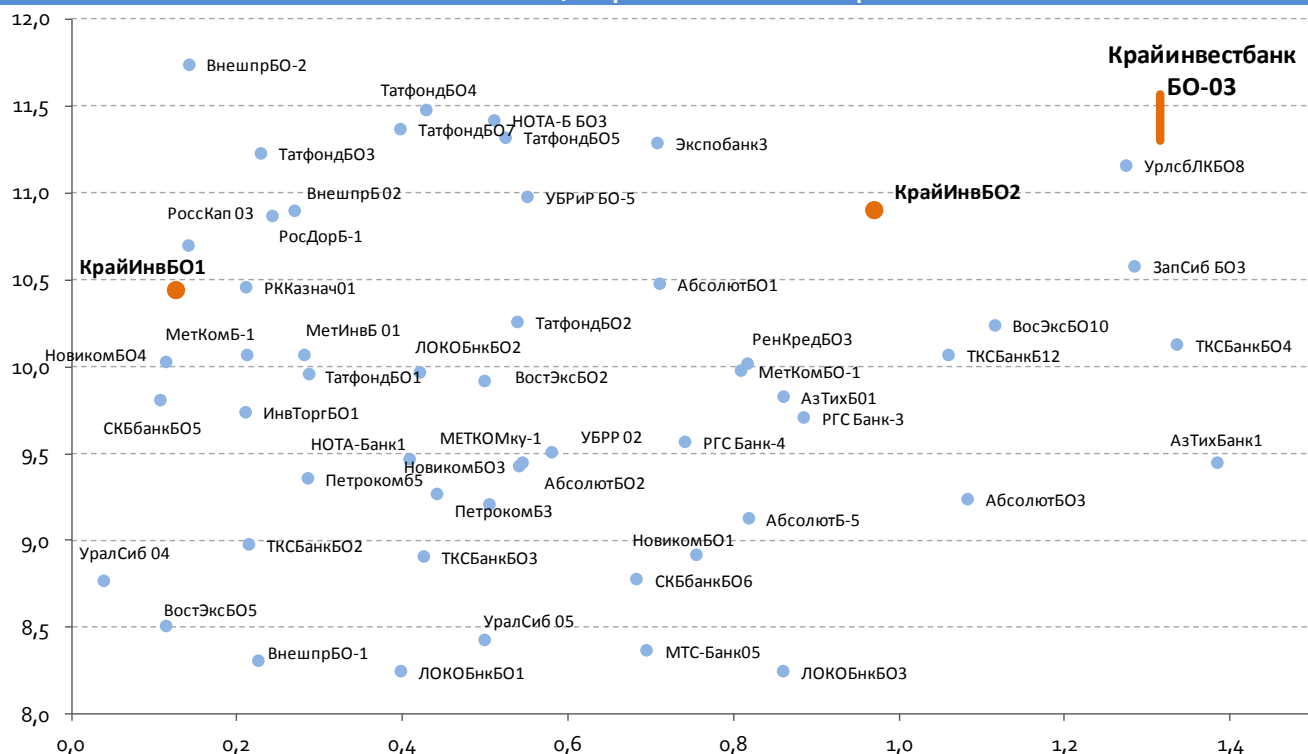
Среди «минусов» обозначим сохранение инвестиционной недвижимости на балансе кредитной организации – около 7,7% валюты баланса или 2,6 млрд руб. В расшифровке по МСФО данная недвижимость обозначена как построенные, так и строящиеся жилые дома, предназначенные для дальнейшей реализации и находящиеся в собственности Группы. По данным Fitch (по состоянию на сентябрь 2012 года), некоторые объекты находятся на начальном этапе строительства и оценка залогового обеспечения в большинстве случаев является несколько завышенной.

Возвращаясь к бумагам, отметим, что недавно размещенный выпуск серии БО-02 довольно ликвиден и торгуется к оферте через чуть менее 1 года порядка с УТР 10,6-10,9% годовых. Таким образом, премия по новому займу составляет 40-70 б.п. за разницу в дюрации в полгода. На наш взгляд, с учетом рейтинга на середине предложено диапазона выпуск смотрится интересным, даже несмотря на общую конъюнктуру.

**Показатели Крайинвестбанка по МСФО**

Показатели отчетности, млн руб.	2009	2010	2011	2012	1Н 2012	1Н 2013	Изм.
Активы	17 416	24 172	27 660	31 791	-	33 900	7%
Денежные средства и их эквиваленты	2 905	2 878	3 112	3 331	-	2 425	-27%
доля в активах	16,7%	11,9%	11,3%	10,5%	-	7,2%	-
Кредиты (net)	8 234	11 175	15 471	15 784	-	18 630	18%
Кредиты (gross)	8 699	11 760	16 464	16 872	-	19 969	18%
доля в активах	47,3%	46,2%	55,9%	49,7%	-	55,0%	-
NPL (90+)	n/a	1,7%	1,4%	4,5%**	-	n/a	-
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	n/a	297,3%	430,1%	162,7%	-	n/a	-
Кредиты / Средства клиентов	72,7%	65,1%	75,4%	69,5%	-	84,9%	-
Вложения в финансовые активы	1 703	3 885	2 362	5 496	-	5 691	4%
доля в активах	9,8%	16,1%	8,5%	17,3%	-	16,8%	-
Инвестиционная недвижимость	292	1 738	1 925	2 223	-	2 603	17%
доля в активах	1,7%	7,2%	7,0%	7,0%	-	7,7%	-
Коэффициент достаточности общего капитала	22,5%	13,9%	14,2%	13,13%*	15,59%*	12,05%*	-
<b>Показатели прибыльности, млн руб.</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>1Н 2012</b>	<b>1Н 2013</b>	<b>Изм.</b>
Убыток от обесценения кредитов	-86	-213	-408	-93	-44	-252	478%
Операционный доход	1 334	1 740	1 967	1 834	859	1 066	24%
Прибыль	95	55	111	117	59	85	42%
<b>Качественные показатели деятельности</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>1Н 2012</b>	<b>1Н 2013</b>	<b>Изм.</b>
RoAA	0,6%	0,3%	0,4%	0,4%	-	0,5%	-
RoAE	3,2%	1,8%	3,4%	2,8%	-	3,4%	-
C / I	83,1%	82,5%	72,1%	86,6%	-	66,2%	-
NIM	9,0%	8,2%	6,1%	5,5%	-	5,0%	-

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Облигации финансового сектора**


Источник: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

## Татфондбанк (Вз/-/-): первичное предложение.

Отметим, что новые ориентиры предлагают премию порядка 20-30 б.п. к уже сформированной кривой Банка. При этом все выпуски Эмитента входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ (дисконт 25%). Последнее является, по нашему мнению, одним из ключевых факторов, обеспечивающих присутствующую ликвидность в бумагах Банка. Принимая во внимание довольно низкий рейтинг, на наш взгляд, до момента вхождения в перечень прямого РЕПО потребуется дополнительная премия к кривой. Таким образом, на фоне имеющейся конъюнктуры, мы не видим для Банка возможности разместиться ниже 11,8%.

*...финансовые показатели Банка остаются довольно скромными...*

**Комментарий.** Татфондбанк 9-11 сентября проведет book-building по облигациям серии БО-08 объемом 2 млрд руб. Ориентир ставки купона составляет 11,25-11,75%, что соответствует доходности 11,57-12,10% к годовой оферте. Размещение выпуска запланировано на 17 сентября.

Судя по показателям по РСБУ, финансовые метрики Банка остаются довольно скромными: полугодие Эмитент завершил с прибылью 383 млн руб. Напомним, прошлогоднее понижение рейтинга Татфондбанка с «В2» до «Вз» прошло под давлением ухудшения ситуации с достаточностью капитала, вложений в неключевые активы, роста объема операций с ценными бумагами (в т.ч. с акциями), а также уменьшения возможности поддержки со стороны ключевого акционера – Республики Татарстан (из-за чего «пострадал» от рейтинговых агентств и Ак Барс Банк). Впрочем, последний фактор отчасти нивелировался снижением долговой нагрузки Татарстана, в результате чего рейтинг Республики в начале августа текущего года был поднят обратно агентством Fitch на 1 ступень до суверенного уровня – «BBB».

*...поддержка Эмитенту от собственников сохраняется...*

Что касается достаточности капитала, то на 1 августа 2013 года Н1 по-прежнему находился на низкой отметке 10,86% (10,69% на начало года). Тем не менее, и здесь есть положительный момент: 7 августа Банк раскрыл информацию о привлечении субординированного кредита на 1 млрд руб. и планах по размещению осенью текущего года допэмиссии на 4 млрд руб. Напомним, что на 1 августа 2013 года собственный капитал Банка составил 13,7 млрд руб. Таким образом, поддержка Эмитенту от собственников сохраняется, что несомненный плюс в инвестиционной привлекательности Эмитента.

*...размещение нового выпуска, по нашему мнению, не приведет к росту долговой нагрузки...*

Напомним, что Татфондбанк, мягко говоря, не новичок на долговом рынке: в настоящее время у Банка обращается 7 займов на общую сумму 15 млрд руб. (по номиналу). При этом до конца текущего года Кредитной организации предстоит исполнить обязательства по обращающимся облигациям на 6 млрд руб. (по номиналу), из них выпуск БО-01 идет к погашению в объеме на 2 млрд руб. Таким образом, размещение нового выпуска, по нашему мнению, не приведет к росту долговой нагрузки Кредитной организации.

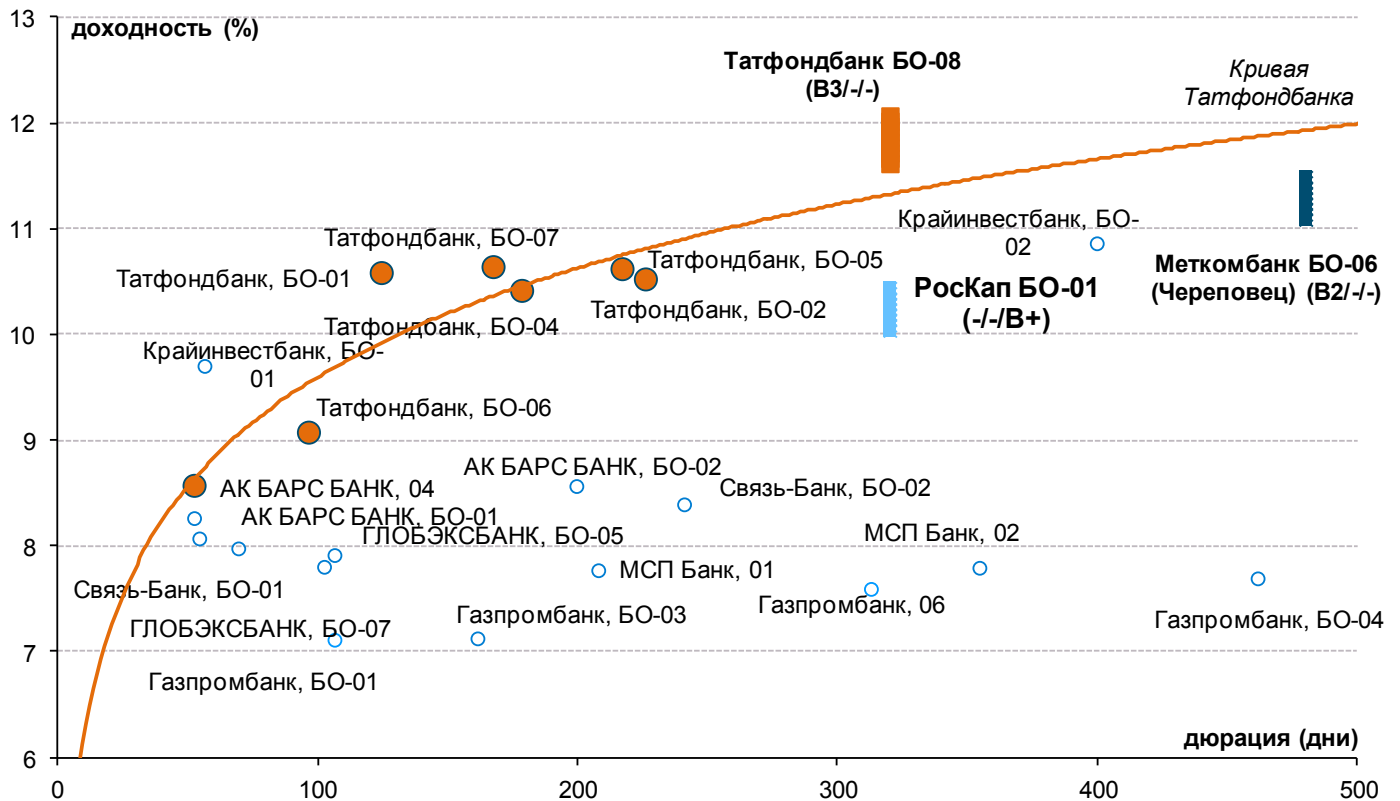
*...на фоне имеющейся конъюнктуры, мы не видим для Банка возможности разместиться ниже 11,8%...*

Новые ориентиры предлагают премию порядка 20-30 б.п. к уже сформированной кривой Банка. При этом все выпуски Эмитента входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ (дисконт 25%). Последнее является, по нашему мнению, одним из ключевых факторов, обеспечивающих присутствующую ликвидность в бумагах Банка. Принимая во внимание довольно низкий рейтинг, на наш взгляд, до момента вхождения в перечень прямого РЕПО потребуется дополнительная премия к кривой. Таким образом, на фоне имеющейся конъюнктуры мы не видим для Банка возможности разместиться ниже 11,8%.

**Финансовые показатели Татфондбанка по МСФО**

Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	2011	2012	Изм.
Активы	49 704,3	60 049,9	78 873,5	108 912,8	38%
Денежные средства и их эквиваленты	4 725,5	4 103,9	6 019,2	9 935,4	65%
доля в активах	9,5%	6,8%	7,6%	9,1%	-
Кредиты	34 466,0	39 549,3	51 807,8	67 828,7	31%
Кредиты (gross)	38 584,0	45 151,0	58 199,2	78 122,9	34%
доля в активах	69,3%	65,9%	65,7%	62,3%	-
NPL (90+), %	3,3%	4,9%	5,0%	4,4%	-
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	3,2	2,5	2,2	3,0	-
Кредиты / Средства клиентов	1,5	1,3	1,3	1,2	-
Финансовые активы	6 106,9	13 897,5	11 183,7	10 768,2	-4%
доля в активах	12%	23%	14%	10%	-
Инвестиционная собственность	-	-	7 097,9	15 137,4	113%
доля в активах	-	-	9%	14%	-
Total Capital Adequacy Ratio	14,3%	16,1%	12,2%	13,6%	-
Показатели прибыльности, млн руб.	2009	2010	2011	2012	Изм.
Резерв под обесценение	-927,9	-1 674,5	-898,4	-3 968,4	342%
Операционные доходы	2 432,9	3 592,9	2 754,3	2 668,9	-3%
Прибыль	235,1	324,4	22,9	267,1	1065%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	2012	Изм.
RoAA	0,5%	0,6%	0,0%	0,3%	+0,3 п.п.
RoAE	3,9%	5,1%	0,4%	3,6%	+3,3 п.п.
Cost / Income	50%	42%	66%	102%	+35,6 п.п.
NIM	5,2%	2,9%	3,1%	2,5%	-0,6 п.п.

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

**Карта доходностей облигаций:  
Финансовый сектор**


Елена Федоткова

**КредитЕвропа Банк (Ваз/-/ВВ-): первичное предложение.**

Нижняя граница предложенного диапазона соответствует уровням, на которых сейчас торгуются более короткие выпуски Эмитента, в частности БО-04. Учитывая конъюнктуру, выпуск, скорее, интересен ближе к середине указанного диапазона.

*...нижняя граница предложенного диапазона по новому займу на уровне 8,68% смотрится несколько агрессивно...*

*...инвесторы могут потребовать премию к текущим рыночным уровням...*

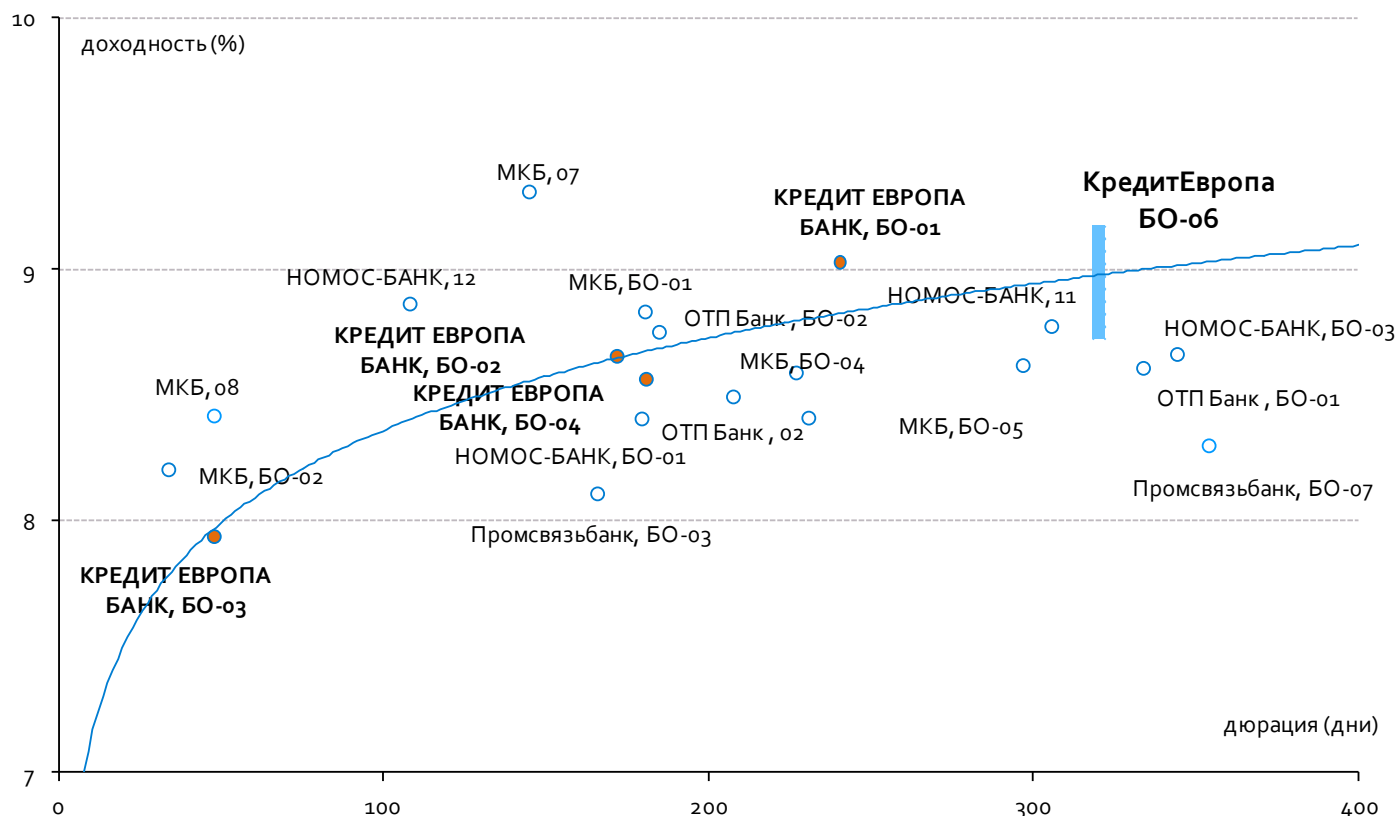
**Комментарий.** 30 августа КредитЕвропа Банк откроет книгу по облигациям серии БО-06 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки купона – 8,5-9,0%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 8,68-9,2%. Срок обращения выпуска – 3 года. Планируется закрыть книгу 3 сентября и разместить заем 5 сентября.

Напомним, в феврале текущего года КредитЕвропа Банк разместил облигации серии БО-04 на сумму 5 млрд руб. с купоном 9,6% годовых. Сейчас выпуск торгуется с доходностью около 8,6% к оферте в феврале 2014 года. Таким образом, нижняя граница предложенного диапазона по новому займу на уровне 8,68% смотрится несколько агрессивно. На наш взгляд, более справедливой выглядит середина ориентира – 8,9%, соответствующая кривой бумаг Банка. Впрочем, учитывая текущую конъюнктуру и настороженность инвесторов к ЕМ, инвесторы могут потребовать премию к текущим рыночным уровням, и, скорее всего, в рамках book-building доходность поднимется выше 8,9%.

**Финансовые показатели КредитЕвропа Банка по МСФО**

Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	2011	2012	Изм., %
ASSETS	69,4	84,9	97,9	117,7	20%
Cash and cash equivalents	0,9	1,2	2,1	2,8	35%
% assets	1,3%	1,4%	2,1%	2,4%	---
Loans	47,9	60,5	80,6	102,5	27%
Loans (gross)	51,7	62,8	83,4	105,6	27%
% assets	69,0%	71,2%	82,3%	87,1%	---
NPL (90+)	7,0%	3,2%	3,0%	2,8%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	1,0	1,1	1,1	1,1	---
Loans / Customer accounts	2,2	1,9	2,4	2,7	---
Total Capital Adequacy Ratio	19,8%	19,6%	18,2%	23,3%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	2011	2012	Изм., %
Provisions charge for loan impairment	-3,1	-0,7	-1,2	-2,2	82%
Operating income	8,3	7,7	9,4	11,5	22%
Profit for the period	1,5	2,6	2,8	2,8	1%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	2012	Изм., %
RoAA	2,2%	3,4%	3,0%	2,6%	-0,4%
RoAE	12,7%	19,2%	18,2%	16,5%	-1,6%
Cost / Income	40,0%	48,6%	50,5%	50,5%	0,0%
NIM	9,5%	7,9%	9,0%	9,2%	0,2%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка



Елена Федоткова

## Меткомбанк (В2/-/-): первичное предложение.

**Акционерная структура – ключевой фактор инвестиционной привлекательности Банка. С учетом оказываемой поддержки предложенные уровни смотрятся неплохо и в середине предложенного диапазона. Тем не менее, финансовые метрики Меткомбанка остаются слабыми.**

...по МСФО показатели доступны на сайте Банка пока только по итогам 2012 года...

...ключевым бенефициаром Меткомбанка является Мордашов А.А. ...

...на конец прошлого года 42% пассивов были сформированы за счет ОАО «Северсталь» (Вa1/BB+/BB) и прочих связанных сторон...

**Комментарий.** Меткомбанк (г.Череповец) планирует на 9-10 сентября открыть книгу заявок на облигации серии БО-06 объемом 1,5 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 10,75-11,25%, что соответствует доходности к 1,5-летней оферте порядка 11,04-11,57%. Срок обращения выпуска – 3 года. Размещение займа запланировано на 12 сентября.

Отметим, что по МСФО показатели доступны на сайте Банка пока только по итогам 2012 года. В целом, пока мы ждем появления более свежих данных, остановимся на ключевых моментах инвестиционной привлекательности Эмитента.

Напомним, что ключевым бенефициаром Меткомбанка является Мордашов А.А. и, как обозначено в отчетности, «возможность Банка поддерживать существующий уровень финансово-хозяйственной деятельности зависит от продолжения проведения Банком операций с Группой компаний ОАО «Северсталь» и ее связанными сторонами». Напомним, что на конец прошлого года 42% пассивов были сформированы за счет ОАО «Северсталь» (Вa1/BB+/BB) и прочих связанных сторон. Впрочем, налицо некоторое снижение - годом ранее этот вклад достигал 55%. Ставка по привлеченным средствам не превышает 9,29% (не включая субординированный заем), таким образом, привлечение облигационного займа под ориентировочные 10,75-11,25% несколько повысит стоимость фондирования Кредитной организации.

Напомним, что ключевым направлением деятельности Банка является автокредитование – на него приходится 65% кредитного портфеля. Оно обеспечивает повышенную маржинальность Меткомбанка по сравнению с корпоративным бизнесом (в целом NIM, по нашим подсчетам, превышает 10%), однако и риски также выше: NPL (90+) по данному сегменту достигло на конец прошлого года 8,9%, против 0,2% в секторе, например,

2 сентября 2013

*...Банк работает с крайне низкой, на наш взгляд, рентабельностью – 0,1% по активам и 1,2% по капиталу...*

*...тем не менее риски Банка отчасти нивелирует его акционерная структура...*

*...выпуск уже в середине диапазона смотрится совсем неплохо...*

крупных корпоративных клиентов, доля которых в портфеле достигает 22%. В итоге, Банк работает с крайне низкой, на наш взгляд, рентабельностью – 0,1% по активам и 1,2% по капиталу. При этом показатель Cost / Income составил по итогам 2012 года 53,8%.

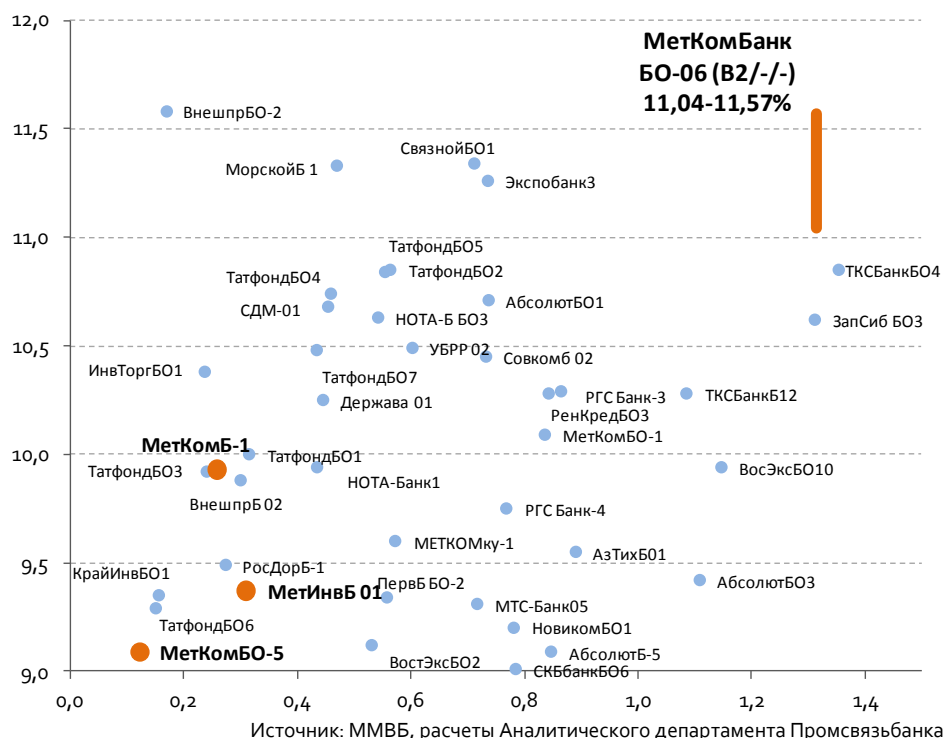
Судя по РСБУ, ситуация с доходностью в текущем году заметно не улучшилась – активы остались на прежнем уровне, а прибыль была скромной – менее 9 млн руб. за 1 полугодие текущего года.

Тем не менее, нельзя не отметить, что конечный бенефициар оказывал поддержку Меткомбанку. Так, в прошлом году Эмитенту были предоставлены субординированные кредиты на сумму 1 млрд руб., однако в текущем году не прошла анонсированная допэмиссия акций на 550 млн руб. При этом на 1 августа 2013 года Н1 остается низким – всего 11,28%. Усилить акционерную структуру могло бы и вхождение IFC (10%) в капитал Банка, однако анонсированная к размещению осенью прошлого года сделка, видимо, пока не состоялась - на сайте Банка мы не нашли об этом информации.

На долговом рынке немало эмитентов с аналогичным Меткомбанку рейтингом, причем по масштабам бизнеса наиболее близкие – СДМ-Банк (-/-/В+) и Экспробанк (-/-/В), заметно крупнее – НОТА-Банк (В3/В/-), и скромнее – Морской Банк (В2/-/-). Выпуски перечисленных банков не слишком ликвидны, однако маркируемые доходности в целом соответствуют предложенным ориентирам Меткомбанка. Напомним, что последнее размещение Эмитента в октябре 2012 года (БО-05) прошло с доходностью 12,1% (купон 11,75%) к оферте через год, то есть на уровне бумаг КБ Ренессанс Кредит и с премией порядка 160 б.п. к выпускам ЛОКО-Банка и Восточного Экспресса. Кроме того, по выпуску БО-01 Банк прошел оферту в феврале текущего года с купоном 11% к погашению через 1,5 года, в рамках которой к выкупу было предъявлено немногим менее половины выпуска, несмотря на то, что заем входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 25%.

В целом, предложенные сейчас уровни превышают предлагаемые ранее спреды, и выпуск уже по середине диапазона смотрится совсем неплохо. И хотя, скорее всего, по 1 полугодю по МСФО Банк представит довольно слабые результаты, особенно учитывая общую конъюнктуру в розничном сегменте, тем не менее, риски Банка отчасти нивелирует его акционерная структура, являющаяся, по сути, ключевым фактором инвестиционной привлекательности Эмитента.

**Облигации финансового сектора**



**Показатели Меткомбанка по МСФО**

2 сентября 2013

Балансовые показатели, млн руб.	2010	2011	2012	Изм.
ASSETS	19 686,6	25 074,8	32 535,8	30%
Cash and cash equivalents	1 699,9	3 419,5	5 986,6	75%
% assets	8,6%	13,6%	18,4%	---
Loans	11 613,8	17 583,6	23 283,8	32%
Loans (gross)	12 100,4	18 397,6	24 891,4	35%
% assets	59,0%	70,1%	71,6%	---
NPL (90+)	2,0%	4,3%	7,5%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	2,0	1,0	0,9	---
Loans / Customer accounts	0,8	0,9	1,1	---
H1 (достаточность капитала по РСБУ)	14,9%	11,4%	11,6%	---
Показатели прибыльности, млн руб.	2010	2011	2012	Изм.
Provisions charge for loan impairment	-185,1	-358,1	-996,2	178%
Operating income*	1 193,1	1 584,1	2 235,1	41%
Profit for the year	245,8	170,0	28,2	-83%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	2012	Изм.
RoAA	1,4%	0,8%	0,1%	-0,7 п.п.
RoAE	12,5%	7,8%	1,2%	-6,6 п.п.
Cost / Income	58,7%	64,1%	53,8%	-10,3 п.п.

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Елена Федоткова

## Восточный Экспресс (В1/-/-): размещение субординированного выпуска.

**Размещение субординированного займа в объеме 100-150 млн долл. заметно поддержит капитал Банка. Предложенные уровни доходности имеют мало альтернатив на рынке российских еврооблигаций.**

**Комментарий.** КБ Восточный планирует в 3 квартале текущего года разместить субординированный выпуск еврооблигаций (LPN) объемом 100-150 млн долл. ориентир по ставке купона – 11,5-12,% при сроке обращения 5,5 лет. Выпуск отвечает требованиям Базеля III для включения в капитал Кредитной организации.

На наш взгляд, выход Восточного Экспресса на долговой рынок с субординированным займом обусловлен ухудшением общей конъюнктуры и внутренними факторами, приведшими к росту потребности Банка во вливаниях в собственные средства.

В своем обзоре от 31 июля 2013 года «Розничное кредитование – риски растут?» мы отмечали, что в наиболее уязвимом положении оказались банки с высокими темпами роста в предыдущие периоды. И уже по РСБУ по первому полугодю 2013 года было видно, что ряд игроков розничного сегмента начал отыгрывать возросшие риски в секторе и последствия интенсивного развития бизнеса. В частности, коснулось это и КБ Восточный, кредитный портфель которого за прошлый год вырос на 64% против среднеотраслевых 39% в розничном сегменте. В итоге, ухудшение конъюнктуры привело к необходимости существенного начисления резервов у Банка в отчетном периоде – до 12 млрд руб., что в 3,5 раза выше, чем за аналогичный период прошлого года и на 25% больше, чем за весь прошлый год. В результате, 1 полугодие текущего года Эмитент закончил с убытком в 570 млн руб. (по предварительным данным).

Возросшие риски и начисления резервов оказали существенное давление на уровень достаточности капитала Банка. Помимо этого не стоит забывать об ужесточении политики ЦБ в отношении розничного сектора в текущем году. По РСБУ показатель H1 на начало года был порядка 12,01%. На 1 марта после повышения требований ЦБ он упал уже до более чем скромных 10,95%. Выпуск в марте рублевого субординированного выпуска облигаций на 4,5 млрд руб. ненадолго выровнял ситуацию, но к 1 июля 2013 года Банк вновь вышел с уровнем 11,68%. По МСФО за 6 месяцев текущего года CAR упал с 14,6% до 11,4%.

Следующее полугодие Эмитент планирует закончить с прибылью порядка 2 млрд руб., что наравне с текущим размещением должно, на наш взгляд, поддержать финансовую устойчивость Кредитной организации, особенно на фоне введения Базеля III.

Что касается привлекательности предложенных уровней размещения – купон 11,5-12,0%, то здесь вариантов для сравнения не так уж много. Напомним, что в июле текущего года размещал субординированный заем Банк Русский Стандарт. Сейчас выпуск торгуется с доходностью около 11,1% (цена 101,7) к call-option через 5,5 лет (погашение в 2024 году). Учитывая, что КБ Восточный генерирует доходность к погашению, а не к call-option, на

**...за прошлый год кредитный портфель Банка вырос на 64% против среднеотраслевых 39% в розничном сегменте...**

**... первое полугодие текущего года Эмитент закончил с убытком в 570 млн руб.**

**По МСФО за 6 месяцев текущего года CAR упал с 14,6% до 11,4%.**

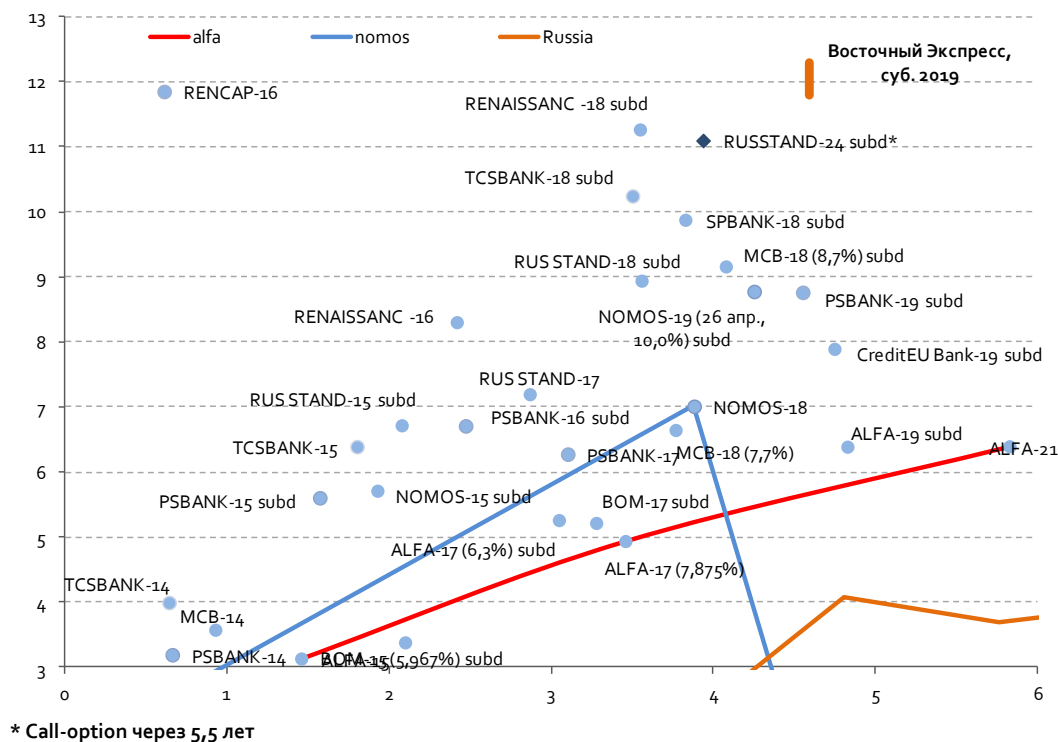
**Следующее полугодие Эмитент планирует закончить с прибылью порядка 2 млрд руб.**

2 сентября 2013

...предложенный диапазон  
смотрится  
справедливым...

самом деле премия к Русскому Стандарту больше, чем обозначенные 70 б.п. Кроме того, уверенный рост цены по евробонду Русского Стандарта также придает оптимизм в отношении Восточного Экспресса. С другой стороны, обращаем внимание, что Русский Стандарт (Ваз/В+/В+) обладает более высоким рейтингом, большими масштабами бизнеса и лучше представлен на рынке евробондов. Таким образом, предложенный диапазон смотрится справедливым, принимая во внимание финансовые результаты по 1 полугодю 2013 года.

### Еврооблигации финансового сектора



### Финансовые показатели КБ Восточный по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	2012	2013 F*	1H 2012	1H 2013F*
ASSETS	92	137	223	224	170	235
Cash and cash equivalents	7	12,3	20,7	n/a	14	n/a
% assets	8%	9%	9%	n/a	8%	n/a
Loans	70	107	177	178	139	187
Loans (gross)	77	113	188	n/a	147	n/a
% assets	77%	78%	79%	n/a	82%	n/a
Loans / Customer accounts allowance for loan impairment	1,0	1,0	1,1	n/a	1,0	1,0
Customer accounts	8,7%	5,1%	6,2%	n/a	5,5%	n/a
% assets	80%	77%	95%	74%	79%	77%
EQUITY	11	16	28	29	20	26
% assets	12%	12%	16%	13%	12%	11%
Total Capital Adequacy Ratio	15,0%	14,2%	14,6%	n/a	13,4%	11,4%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	2012	2013 F*	1H 2012F	1H 2013F*
Net interest income	7,0	17,4	26,7	26,7	12,1	18,2
Provisions charge for loan impairment	-2,9	-4,0	-9,6	-25,4	-3,4	-12,0
Operating income	12,6	18,0	26,9	40,1	12,0	18,4
General Administrative expenses	-6,9	-8,3	-10,7	-12,9	-5,0	-7,1
Profit	2,2	4,6	5,2	1,4	2,8	-0,6
Качественные показатели деятельности	2010	2011	2012	2013 F*	1H 2012F	1H 2013F*
RoAA	3,1%	4,0%	2,9%	0,6%	3,7%	отриц.
RoAE	24,8%	34,4%	23,9%	4,9%	31,0%	отриц.
Cost / Income	47%	45,9%	39,7%	32,2%	42%	39%
NIM*	n/a	17,8%	17,2%	22,9%	n/a	18,3%

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Promsvyazbanka

\* прогнозные значения

Елена Федоткова

## Контакты:

### ОАО «Промсвязьбанк»

#### Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

## РУКОВОДСТВО

<b>Николай Кашеев</b>	Директор департамента	<a href="mailto:KNI@psbank.ru">KNI@psbank.ru</a>	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	--	---------------

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

<b>Евгений Локтюхов</b>	Руководитель направления	<a href="mailto:LoktyukhovEA@psbank.ru">LoktyukhovEA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-61
<b>Илья Фролов</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:FroloviG@psbank.ru">FroloviG@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Олег Шагов</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:Shagov@psbank.ru">Shagov@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Владимир Гусев</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:GusevVP@psbank.ru">GusevVP@psbank.ru</a>	доб. 77-47-06
<b>Екатерина Крылова</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:KrylovaEA@psbank.ru">KrylovaEA@psbank.ru</a>	доб. 77-67-31

### НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

<b>Игорь Голубев</b>	Руководитель направления	<a href="mailto:GolubevIA@psbank.ru">GolubevIA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-29
<b>Елена Федоткова</b>	Главный аналитик	<a href="mailto:FedotkovaEV@psbank.ru">FedotkovaEV@psbank.ru</a>	доб. 77-47-16
<b>Алексей Егоров</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:EgorovAV@psbank.ru">EgorovAV@psbank.ru</a>	доб. 77-47-48
<b>Вадим Паламарчук</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:PalamarchukVA@psbank.ru">PalamarchukVA@psbank.ru</a>	доб. 77-47-81
<b>Александр Полютков</b>	Ведущий аналитик	<a href="mailto:PolyutovAV@psbank.ru">PolyutovAV@psbank.ru</a>	доб. 77-67-54

### Управление торговли и продаж

<b>Петр Федосенко</b>	<a href="mailto:fedosenkopn@psbank.ru">fedosenkopn@psbank.ru</a>	+7 (495) 228-33-86
<b>Богдан Круть</b>	<a href="mailto:krutbv@psbank.ru">krutbv@psbank.ru</a>	+7 (495) 228-39-22
<b>Хмелевский Иван</b>	<a href="mailto:khmelevsky@psbank.ru">khmelevsky@psbank.ru</a>	+7 (495) 411-51-37
<b>Ольга Целинина</b>	<a href="mailto:tselini naoi@psbank.ru">tselini naoi@psbank.ru</a>	+7 (495) 228-33-12

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.