

## Специальный комментарий

## Башнефть: новый бонд лучше старых трех

- ④ За последние два года Башнефть сумела значительно улучшить финансовые показатели за счет увеличения цен на нефть и наращивания добычи. Компания генерирует большой свободный денежный поток. Несмотря на значительные выплаты акционерам, которые привели к увеличению заимствований, долговая нагрузка пока в порядке: 1.0x по показателю «Чистый долг/ЕБИТДА».
- ④ В качестве основных отличительных факторов, которые повлияют на развитие компании в среднесрочной перспективе, мы выделяем следующие: разработка месторождения им. Требса и Титова, дивидендная политика, налоговый режим «60-66», динамика добычи, отсутствие кредитных рейтингов.
- ④ В следующие несколько лет компании потребуется направить значительные инвестиции на разработку месторождения им. Требса и Титова. По нашим примерным оценкам, капитальные вложения могут удвоиться в 2012 г. Если при этом выплаты акционерам будут значительными, то они неизбежно приведут к увеличению долговой нагрузки. Тем не менее мы не ожидаем увидеть значение показателя «Чистый долг/ЕБИТДА» выше 1.5x в течение 2012 г.
- ④ В ноябре–декабре 2011 г. Башнефть выкупила 75% облигаций 1–3 серий и разместила новый выпуск биржевых облигаций с двухлетней офертой. С учетом фундаментальных кредитных факторов облигации компании, по нашему мнению, являются активом без значительных рисков.
- ④ После выкупа 75% трех выпусков дебютных облигаций Башнефти и по мере снижения их срочности до одного года, их инвестиционная и спекулятивная ценность при YTM менее 8.0% в наших глазах сильно упала.
- ④ «Свежие» двухлетние облигации **Башнефть БО-1** оценены более адекватно (YTP 9.6%). Мы думаем, что они будут достаточно волатильным инструментом, однако могут быть привлекательны для определенных групп инвесторов в качестве инвестиции до погашения. Полноценным спекулятивным инструментом они могут стать только в случае присвоения компании рейтинга (очевидно, уровня «В+/ВВ-»); в этом же случае будет обосновано и фундаментальное сужение спреда.

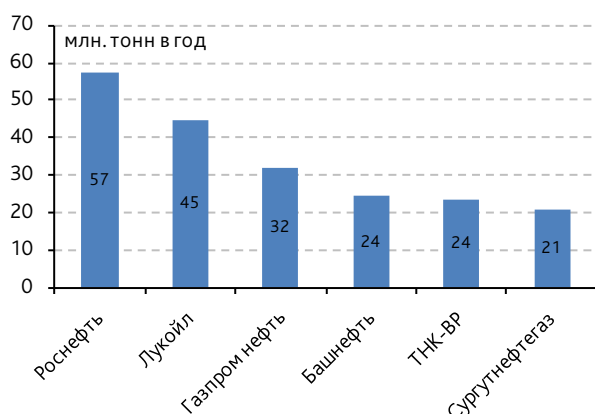
Петр Макаров  
+7 495 647-25-77  
[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

Леонид Игнатьев  
+7 495 647-23-60  
[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ

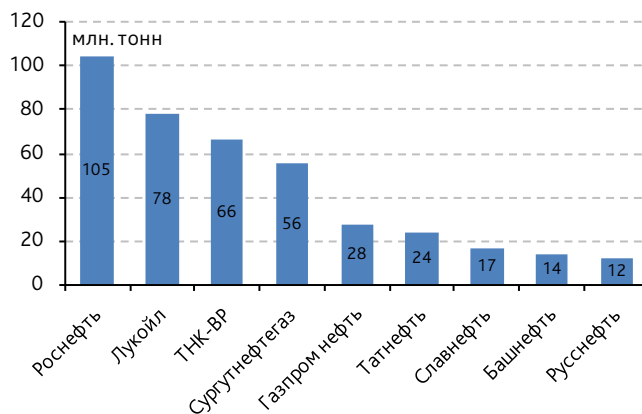
Башнефть занимает 8-ое место по объемам добычи и 4-ое место по установленной мощности нефтеперерабатывающих заводов среди российских компаний. В своем нынешнем виде Башнефть сформировалась после того, как АФК «Система» выкупила контролируемую долю в группе активов у структур, близких к руководству Башкортостана. Эти активы включают в себя нефтедобывающую компанию Башнефть, три нефтеперерабатывающих завода, один нефтехимический завод, а также прочие активы, связанные с оказанием нефтесервисных услуг, транспортировкой и реализацией нефтепродуктов. Большинство добывающих активов, нефтеперерабатывающих заводов и нефтехимическое предприятие находятся в Башкортостане. Собственные и партнерские АЗС компании располагаются в основном на юге Урала, а также в средней полосе и на юге России.

ДИАГРАММА 1. УСТАНОВЛЕННЫЕ МОЩНОСТИ ПО ПЕРВИЧНОЙ ПЕРЕРАБОТКЕ НЕФТИ\*



\* по состоянию на начало 2011  
Источник: данные компаний, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 2. ДОБЫЧА НЕФТИ И ГАЗОВОГО КОНДЕНСАТА РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ\*



\* в России за 11М 2011  
Источник: ЦДУ ТЭК, НБ «Траст»

Доказанные и вероятные запасы на конец 2010 г. составили 330 млн. тонн. При ежегодной добыче порядка 15 млн. тонн, которую компания планирует поддерживать в течение ближайших нескольких лет, обеспеченность собственными запасами составляет порядка 20 лет. Установленная мощность нефтеперерабатывающих заводов – 24 млн. тонн в год. Таким образом, собственная добыча компании покрывает на данный момент около 60% перерабатывающих мощностей.

После смены контролирующего акционера Башнефть постепенно увеличивает уровень информационной открытости. Компания стала публиковать ежеквартальные отчеты по МСФО. Тем не менее кредитных рейтингов от ведущих рейтинговых агентств пока нет. На публичном долговом рынке Башнефть представлена тремя сериями рублевых облигаций объемом RUB50 млрд., из которых RUB38.5 млрд. было выкуплено в ноябре 2011 г., и новым выпуском биржевых облигаций объемом RUB10 млрд., размещенным в декабре.

## КРЕДИТНОЕ КАЧЕСТВО: ОСНОВНЫЕ СОСТАВЛЯЮЩИЕ

В качестве основных факторов, которые будут влиять на кредитный профиль компании в среднесрочной перспективе (помимо общеотраслевых), мы выделяем следующие (по степени убывания значимости):

- Дивидендная политика.** Согласно положению о дивидендной политике Башнефти, сумма дивидендных выплат, как правило, должна составлять не менее 10% от чистой прибыли по МСФО. Дивиденды за 2010 г., однако, превысили весь объем годовой прибыли. В условиях значительной инвестиционной программы выплата дивидендов за 2011 г. почти наверняка приведет к увеличению уровня долга. Выплата дивидендов, по нашему мнению, является на данный момент главным фактором риска для кредиторов компании.
- Разработка месторождения им. Требса и Титова.** В феврале 2011 г. Башнефть получила лицензию на разработку нефтяного месторождения им. Требса и Титова с суммарными извлекаемыми запасами 140 млн. тонн по российской

классификации запасов (C1+C2). Компания заплатила за лицензию около USD600 млн. Начало добычи на месторождении намечено на 2013 г., а выход на максимальный уровень добычи – на 2018–2019 гг. Разработка месторождения позволит в долгосрочной перспективе сбалансировать объемы добычи и переработки. Однако для этого в ближайшие несколько лет компании придется значительно увеличить капитальные вложения. По нашим примерным оценкам, капитальные вложения могут вырасти в 2 раза. Тем не менее мы считаем, что при сохранении высоких цен на нефть компания сможет профинансировать инвестиционную программу за счет операционного денежного потока.

- **Отсутствие кредитных рейтингов.** Башнефть на данный момент не имеет кредитных рейтингов от ведущих мировых рейтинговых агентств. До 2009 г. компания характеризовалась низкой степенью открытости и редко использовала заемное финансирование. С переходом собственности к АФК «Система» информационная прозрачность Башнефти повышается, компания уже несколько раз выходила на публичный долговой рынок и привлекала банковские кредиты. Мы полагаем, что получение кредитных рейтингов остается для компании скорее вопросом времени, однако сейчас их отсутствие ограничивает инвестиционную привлекательность облигаций.
- **Влияние налогового режима «60-66».** Башнефть одна из немногих российских нефтяных компаний, которая несет потери от введения нового налогового режима. Напомним, что с 1 октября 2011 г. изменилась формула расчета экспортной пошлины на сырую нефть. Теперь она будет составлять 60% от цены Urals за вычетом цены отсечения, в то время как раньше соответствующий коэффициент находился на уровне 65%. Ставка пошлины на темные нефтепродукты теперь будет составлять 66% от ставки пошлины на нефть, вместо 47% ранее и, таким образом, сравняется со ставкой на светлые нефтепродукты. Поскольку Башнефть экспортирует значительные объемы темных нефтепродуктов относительно объемов экспорта сырой нефти, компания несет потери от введения нового налогового режима. Кроме того, в новых условиях Башнефти придется закупать нефть для переработки на своих заводах, скорее всего, по более высоким ценам. Такой рост внутренних цен, которые формируются по принципу экспортного паритета, будет обусловлен снижением пошлины на сырую нефть. Башнефть оценила свои потери в USD150–200 млн. в год в течение ближайших нескольких лет. Государство пошло навстречу компании и в ноябре 2011 г. одобрило льготы в размере около USD70 млн. ежегодно в течение следующих 5 лет. В результате при годовой EBITDA порядка USD3 млрд, потери, на наш взгляд, будут не очень заметны.
- **Стабилизация добычи.** Добыча Башнефти значительно увеличилась за последние два года. В 2010 г. ее рост составил 15.6%, а за 9М 2011 г. – 7.3%. Общий объем добычи по итогам 2011 г. ожидается на уровне 15 млн. тонн. Менеджмент компании заявлял, что при текущем портфеле добывающих активов такой уровень добычи является оптимальным с точки зрения максимизации приведенной стоимости и будет поддерживаться в течение ближайших нескольких лет. По этой причине мы не ожидаем роста операционных показателей компании за счет действующих добывающих активов при сохранении стабильных цен на нефть.
- **Приобретение активов.** В качестве потенциальных объектов поглощения Башнефть рассматривает активы в сегменте добычи и в сегменте розничных продаж. Объекты в сегменте добычи могут быть интересны с точки зрения увеличения поставок собственной нефти на нефтеперерабатывающие заводы, а объекты розничных продаж позволят увеличить реализацию нефтепродуктов конечным потребителям. Оба этих направления могут потенциально улучшить рентабельность бизнеса, однако конкретных планов компания не озвучивала. Мы считаем, что приобретения, если и будут, то вряд ли очень значительными, и не окажут серьезного влияния на денежные потоки.
- **Закупка сырой нефти у третьих сторон для переработки.** В условиях наличия избыточных (относительно собственных объемов добычи) перерабатывающих мощностей Башнефть закупает сырую нефть у третьих сторон. Переработка чужой нефти позволяет компании получить дополнительный доход, однако в условиях увеличения цен на нефть маржа такой переработки падает, что оказывает давление на общую рентабельность бизнеса. Тем не менее эта особенность является в определенной степени контрциклической (при снижении цен на нефть стоимость сырья снижается, в результате чего рентабельность увеличивается) и, на наш взгляд, не должна вызывать серьезного беспокойства кредиторов.

Таким образом, из всех потенциальных рисков, обозначенных в данном разделе, наиболее заметное влияние на кредитоспособность компании, по нашему мнению, может оказать дивидендная политика. При сохранении щедрости по отношению к акционерам, выплата дивидендов почти наверняка потребует умеренного увеличения долговой нагрузки. Однако, учитывая комфортный график погашения долга и покрытия инвестиционной программы собственными средствами, мы считаем, что вероятное увеличение долговой нагрузки не приведет к заметному ухудшению кредитного профиля компании.

## ФИНАНСОВЫЕ И ОПЕРАЦИОННЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ

В течение последних двух лет финансовые результаты Башнефти отражают две, на первый взгляд противоположные, тенденции: увеличение операционных показателей и рост долговой нагрузки. Увеличение операционных показателей связано как с ростом цен на нефть, так и с увеличением добычи. Рост долговой нагрузки полностью объясняется значительными выплатами в пользу новых акционеров компании. Первая тенденция, на наш взгляд, не сохранится в краткосрочной перспективе в связи с ухудшением экономической конъюнктуры и отсутствием планов по увеличению добычи. Вторая же тенденция, как мы полагаем, будет наблюдаться, хотя и в более умеренном ключе. Новый акционер уже возместил значительную часть средств, направленных на приобретение компании, и в дальнейшем, вероятно, будет учитывать возросшие потребности компании в денежных средствах.

Добыча компания за 9М 2011 г. увеличилась на 7.3% в годовом выражении. Это лучший показатель среди крупных представителей российской нефтегазовой индустрии. Тем не менее влияние роста добычи на операционные показатели ограничено, поскольку большая часть доходов формируется за счет переработки, динамика которой была в целом нейтральной. На фоне благоприятной рыночной конъюнктуры компании удалось увеличить выручку на 45%, EBITDA – на 28% и чистую прибыль – на 46%.

Хотя в 3К 2011 г. EBITDA и чистая прибыль продемонстрировали отрицательную динамику, мы относимся к этому нейтрально, поскольку это в основном и объясняется разовыми расходами. Среди этих расходов – начисление резерва по возможным штрафам ФАС, комиссионные расходы в пользу одного из кредиторов, благотворительность и другие. В краткосрочной перспективе результаты деятельности могут несколько ухудшиться из-за введения 1 октября 2011 г. налогового режима «60-66» с. Тем не менее, учитывая одобренные государством льготы в USD70 млн. ежегодно в течение следующих 5 лет, мы полагаем, что потери будут не очень существенны. В целом при сохранении стабильных цен на нефть мы не ожидаем значительных изменений в операционных показателях в среднесрочной перспективе.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ БАШНЕФТИ

МСФО, USD млрд.	9М 2010*	2010**	2К 2011	3К 2011	9М 2011
Выручка	8.6	13.3	4.5	4.5	12.5
ЕБИТДА	1.9	2.5	0.8	0.7	2.4
Чистая прибыль	1.0	1.5	0.6	0.4	1.4
Чистый операц. денежный поток	0.6	1.4	0.4	0.9	1.5
Капвложения и М&А	0.2	1.2	0.2	0.2	0.6
Свободный денежный поток	0.4	0.9	0.2	0.7	1.0
Совокупный долг, в т.ч.	-	3.9	4.2	3.4	3.4
краткосрочный долг	-	0.8	0.8	0.0	0.0
Денежные средства и эквиваленты	-	1.1	1.0	0.4	0.4
Активы	-	15.0	15.4	13.0	13.0
<b>Показатели</b>					
ЕБИТДА margin	-	19%	18%	16%	19%
ЕБИТДА/проценты	-	7.6	6.9	6.3	6.8
Долг/ЕБИТДА***	-	1.6	1.4	1.1	1.1
Чистый долг/ЕБИТДА***	-	1.1	1.1	1.0	1.0
Долг/Собственный капитал	-	0.5	0.6	0.5	0.5

\* компания не публиковала данные по балансовым показателя на конец 9М 2010

\*\* финансовые показатели 2010 включают в себя данные по компании Башкирэнерго, которая была деконсолидирована в мае 2011; остальные данные скорректированы на результаты Башкирэнерго

\*\*\* данные по ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

В течение последних нескольких лет операционный денежный поток с избытком покрывал капитальные вложения. Несмотря на это, совокупный долг компании увеличился с USD0.1 млрд. по состоянию на начало 2009 г. до 3.9 млрд. в конце 2010 г.

Привлеченные средства были в основном направлены на выплаты акционерам общим объемом около RUB3.2 млрд. В 2011 г. ситуация несколько изменилась. Выплаты акционерам в размере USD1 млрд. были профинансированы за счет свободного денежного потока. Одновременно совокупный долг сократился на USD0.6 млрд. за счет уменьшения запаса ликвидности.

Мы делаем вывод, что при сохранении текущего уровня денежных потоков и дивидендных выплат компания имеет возможность не прибегать к заемному финансированию. Однако мы полагаем, что капитальные вложения в следующем году могут увеличиться в два раза, что несовместимо с одновременным поддержанием на стабильном уровне и долговой нагрузки, и дивидендных выплат. Высокие дивиденды, скорее всего, сохранятся. В результате возможно некоторое увеличение долговой нагрузки, которое, тем не менее будет более умеренным, чем раньше. В среднесрочной перспективе мы не ожидаем увидеть показатель «Чистый долг/EBITDA» выше 1.5x.

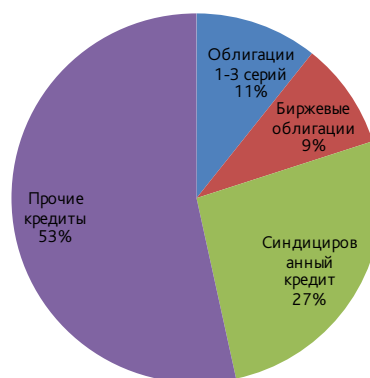
По состоянию на конец 3К 2011 г. примерно половина совокупного долга была представлена тремя сериями рублевых облигаций общим объемом RUB50 млрд. Другая половина включала в себя необеспеченные банковские кредиты. В ноябре структура долгового портфеля изменилась. Компания выкупила с рынка порядка 75% облигаций и заменила их новым выпуском рублевых бондов, а также синдицированным банковским кредитом.

ДИАГРАММА 3. СТРУКТУРА СОВОКУПНОГО ДОЛГА ПО СОСТОЯНИЮ НА 30 СЕНТЯБРЯ 2011



Источник: данные компаний, НБ «Траст»

ДИАГРАММА 4. СТРУКТУРА СОВОКУПНОГО ДОЛГА ПО СОСТОЯНИЮ НА 20 ДЕКАБРЯ 2011



Источник: оценка НБ «Траст»

Такая реструктуризация позволила оптимизировать долговой портфель по двум направлениям. Во-первых, график погашения долга стал более равномерным. До выкупа инвесторы могли предъявить к погашению все три серии облигаций в декабре 2012 г. Единовременный отток порядка USD1.6 млрд., особенно в текущих условиях высокой волатильности, представляет собой определенный риск. Теперь по первым трем выпускам облигаций может быть предъявлено к выкупу «только» USD400 млн. Оферта по новым облигациям совокупным объемом порядка USD300 млн. наступит через два года, а погашение синдицированного банковского кредита, скорее всего, будет еще позже. Во-вторых, реструктуризация почти наверняка позволила снизить стоимость заимствований. Ставка купона по «старым» бондам составляла 12.50%, в то время как по новым облигациям она находится на уровне 9.35%. Мы также уверены, что по синдицированному кредиту процентная ставка значительно меньше, чем по «старым» облигациям даже с учетом возможных различий в валюте.

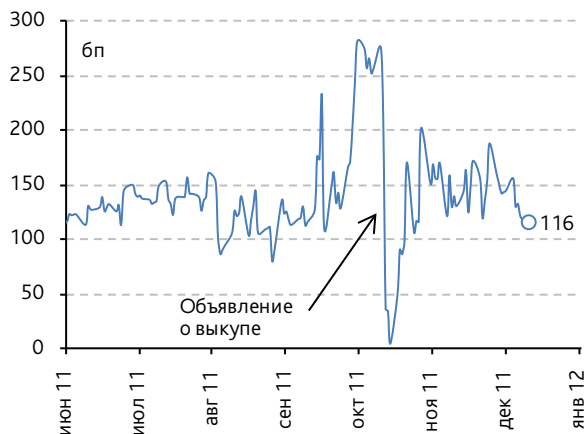
## ИНВЕСТИЦИОННОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ

После выкупа 75% трех выпусков дебютных облигаций Башнефти и по мере уменьшения их срочности до одного года, их инвестиционная и спекулятивная ценность в наших глазах сильно упала. Мы весьма консервативно относились к их «неломбардности» и ранее. Теперь же упавшая в 3–4 раза ликвидность в данных бумагах при очень узких спредах к нефтяным blue chips и вовсе делает их неинтересной инвестицией (YTM менее 8.0%).

Мы обращаем внимание, что исторический спред **Башнефть -1,2,3** к биржевым бондам Лукойла колебался в районе 100–150 бп до периода волатильности. Такая премия, на наш взгляд, являлась достаточно агрессивной с учетом больших масштабов бизнеса, более низкой долговой нагрузки и долгой кредитной истории Лукойла. Возврат спреда

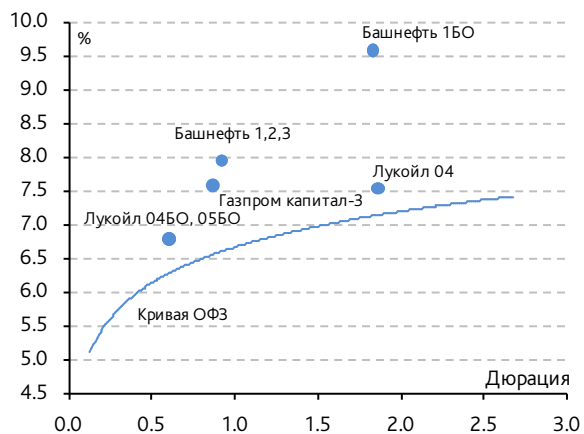
в декабре в эту зону, по нашему мнению, выглядит неадекватным. Еще одним веским аргументом не в пользу «старых» облигаций Башнефти выглядит актуальный спред **Башнефть-1,2,3–Газпром Капитал-3** менее 50 бп. Ни фактическая разница в кредитном качестве, ни скорое получение «газпромовскими» бондами ломбардного статуса не поддается разумной рыночной оценке.

ДИАГРАММА 5. ДИНАМИКА СПРЕДА БАШНЕФТЬ 1,2,3 – ЛУКОЙЛ БО-4,5



Источник: НБ «Траст»

ДИАГРАММА 6. ДОХОДНОСТЬ ОБЛИГАЦИЙ БАШНЕФТИ В СРАВНЕНИИ С КОНКУРЕНТАМИ



Источник: НБ «Траст»

«Свежие» двухлетние облигации **Башнефть БО-1** предлагают более щедрую компенсацию как за кредитные риски компании, так и за невозможность получить рефинансирование в ЦБ РФ. Почти 250 бп к кривой ОФЗ и почти 200 бп к кривой Лукойла мы находим оправданными и логичными. На наш взгляд, различия в фундаментальном кредитном качестве эмитентов будут и дальше поддерживать спреда на текущих уровнях, а в случае ухудшения настроений на финансовых рынках, вероятно, и на более высоких. По нашему мнению, облигации Башнефти будут достаточно волатильным инструментом, однако могут быть привлекательны с точки зрения удержания до погашения для тех групп инвесторов, которые не имеют привязки к короткому фондированию и заинтересованы в формировании неспекулятивного портфеля.

Облигации **Башнефть БО-1**, которые в несколько раз ликвиднее своих коллег 1-3-й серий, пока позволяют в значительной мере свободно входить и выходить из инструмента. Тем не менее полноценным спекулятивным инструментом они могут стать только в случае присвоения компании рейтинга (очевидно уровня «В+/ВВ-»). Мы думаем, что в этом случае будет фундаментально оправдано сужение спреда **Башнефть БО-1–Лукойл-4** до 150 бп.

## Дирекция анализа долговых рынков

[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

+7 495 789-36-09

## Дирекция финансовых рынков

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

+7 495 647-25-92

## Руководитель дирекции

**Леонид Игнатьев**

+7 495 647-23-60

[leonid.ignatiev@trust.ru](mailto:leonid.ignatiev@trust.ru)

## Руководитель управления торговли

**Андрей Труфакин**

+7 495 789-60-58

[andrey.trufakin@trust.ru](mailto:andrey.trufakin@trust.ru)

## Макроэкономика и стратегия

**Роман Дзугаев**

+7 495 647-23-64

[roman.dzugaev@trust.ru](mailto:roman.dzugaev@trust.ru)

## Руководитель управления продаж

**Александр Хлопецкий**

+7 495 647-28-39

[aleksandr.khlopetsky@trust.ru](mailto:aleksandr.khlopetsky@trust.ru)**Алексей Тодоров**

+7 495 647-23-62

[aleksey.todorov@trust.ru](mailto:aleksey.todorov@trust.ru)

## Управление продаж

**Олеся Курбатова**

+7 495 647-25-90

[olesya.kurbatova@trust.ru](mailto:olesya.kurbatova@trust.ru)**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

[ivan.sinelnikov@trust.ru](mailto:ivan.sinelnikov@trust.ru)**Артем Петросьян**

+7 495 647-25-67

[petrosyan.artem@trust.ru](mailto:petrosyan.artem@trust.ru)

## Кредитный анализ

**Юлия Сафарбакова**

+7 495 647-23-59

[yulia.safarbakova@trust.ru](mailto:yulia.safarbakova@trust.ru)**Яна Шнайдер**

+7 495 647-25-74

[yana.shnayder@trust.ru](mailto:yana.shnayder@trust.ru)**Дмитрий Турмышев**

+7 495 647-25-89

[dmitry.turmyshev@trust.ru](mailto:dmitry.turmyshev@trust.ru)**Петр Макаров**

+7 495 647-25-77

[petr.makarov@trust.ru](mailto:petr.makarov@trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах.

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

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

Каждый аналитик Дирекции анализа экономики и финансовых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данному ценному бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Дирекции анализа экономики и финансовых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.