

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Аукцион UST2** – хороший спрос, но инвесторы рассчитывали на большую доходность. Глава ФРБ Атланты Д. Локхарт «готов поддержать изменение монетарной политики»
- S&P может снизить рейтинг **Португалии** еще на одну ступень уже на этой неделе; ЕЦБ возобновил покупки госбумаг, но в Лиссабоне этого не заметили
- Рост котировок как в корпоративном, так и в суверенном сегменте российского рынка еврооблигаций; ждем расширения спреда **TransNeft 18 – Russia 30**
- Углубление ядерного кризиса в Японии и ливийская кампания окажут **сдерживающее влияние** на российский долговой рынок ([стр. 2-4](#))
- **ФСК** планирует привлечь **10-летние рублевые еврооблигации**. Ожидаем, что компания предложит премию в 70-80 бп к суверенному рублевому евробонду

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ликвидность** «подтаяла» из-за налогов; **ставки** подросли в рамках ожиданий; ожидаем коррекции по мере поступления бюджетных средств в начале месяца
- **С. Швецов** не принес стабильности **рублю**
- **Рублевый рынок**: понедельник прошел без сильных ценовых движений, рост в ОФЗ и во всех эшелонах корпоративного сектора
- **ЮТэйр**: итоговая ставка купона нового выпуска неинтересна
- **Иркутскэнерго** предложит новые биржевые облигации; справедливую доходность видим ближе к верхней границе маркируемого диапазона ([стр. 5-6](#))
- **РусГидро** в 2011 г. планирует предложить инвесторам 2 выпуска рублевых облигаций совокупным объемом RUB30 млрд. Половина будет размещена на рынке еврооблигаций

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

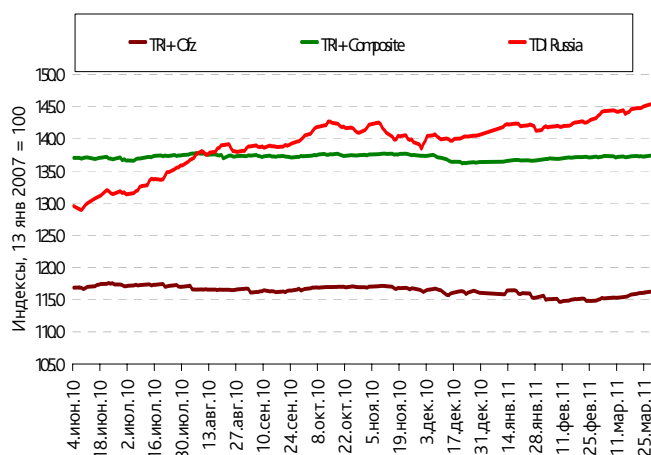
- **Мечел** – единственная компания, интересующаяся покупкой Распадской; негативно для обоих эмитентов; в случае покупки Мечел будет увеличивать долговую нагрузку
- **Промсвязьбанк** опубликовал крепкую финансовую отчетность за 2010 год; длинные рублевые облигации интересны
- **Fitch** повышает рейтинг **ТКС-Банка** до «В»; самая интересная инвестиция среди всех выпусков банков 2-3 эшелона
- **Мироновский Хлебопродукт** демонстрирует хорошие результаты за 2010 год; долговая нагрузка умеренна, но ее рост в дальнейшем возможен; евробонды оценены справедливо
- **Мосэнерго**: сильная отчетность по МСФО за 2010 г.; рублевые облигации оценены справедливо, нового публичного долга в 2011 г. не ждем ([стр. 7-12](#))
- Премьер-министр РФ В. Путин одобрил решение о строительстве 3-й ВПП в аэропорту «**Шереметьево**». Позитивно для бизнеса и операционных показателей **Аэрофлота**; нейтрально для его облигаций
- Акционерный конфликт в **Банке Москвы** не мешает его еврооблигациям сужать спреды к кривой евробондов **ВТБ**; считаем, что доходности достигли справедливых значений и снимаем рекомендации «покупать» **MosBank 15** и **MosBank 17**
- **Черкизово** хорошо отчиталось по МСФО за 2010 г. Облигации компании выглядят перекупленными

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 170.00	2.00	-20.00	-29.00
EMBI+ spread	↑ 260.24	0.07	-16.23	19.11
Russia 30 Price	↑ 116.39	+ 1/8	+ 5/8	+ 6/8
Russia 30 Spread	↑ 129.90	+10.20	-1.10	-18.60
Russia 5Y CDS	↓ 127.83	-0.72	-11.67	-18.68
UST 10y Yield	↓ 3.424	-0.04	-0.02	+0.09
BUND 10y Yield	↑ 3.289	+0.01	+0.12	+0.37
UST 10y/2y Yield	↓ 269.2	-1	-4	-4
Mexico 33 Spread	↑ 226	+2	-0	-5
Brazil 40 Spread	↑ 139	+3	+211	+189
Turkey 34 Spread	↑ 293	+6	-24	+37
ОФЗ 26199	↑ 5.29	+0.07	-0.44	-0.95
Москва 50	↓ 5.10	-0.08	-0.48	-0.79
Мособласть 8	↑ 7.72	+0.05	-0.03	-0.81
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.20	-0.00	-0.45	-0.26
Руб / \$	↑ 28.411	+0.010	-0.529	-1.940
\$ / EUR	↔ 1.408	0.000	+0.028	+0.073
Руб / EUR	↓ 39.929	-0.021	-0.078	-0.559
NDF 1 год	↓ 4.240	-0.120	-0.240	-0.460
RUR Overnight	↑ 3.00	+0.8	+0.1	
Корсчета	↓ 537	-163.10	+19.30	-351.30
Депозиты в ЦБ	↓ 693.6	-67.30	+51.30	+124.00
Сальдо опер. ЦБ	↓ 476.10	-43.90	+245.10	+539.90
RTS Index	↑ 2041.88	+0.25%	+3.67%	+15.20%
Dow Jones Index	↓ 12197.88	-0.19%	-0.23%	+4.52%
Nasdaq	↓ 2730.68	-0.45%	-1.85%	+1.45%
Золото	↓ 1418.70	-0.66%	+0.46%	+0.28%
Нефть Urals	↓ 110.47	-0.80%	+1.14%	+19.82%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 251.78	0.20	2.54	6.21
TRIP Composite	↑ 235.81	0.21	0.27	1.62
TRIP OFZ	↑ 184.67	0.20	2.21	0.66
TDI Russia	↑ 227.82	0.42	3.37	5.57
TDI Ukraine	↑ 227.45	0.37	4.05	5.15
TDI Kazakhs	↑ 186.87	0.45	2.12	5.00
TDI Banks	↑ 226.94	0.47	3.52	6.16
TDI Corp	↑ 241.49	0.48	3.93	6.79

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices


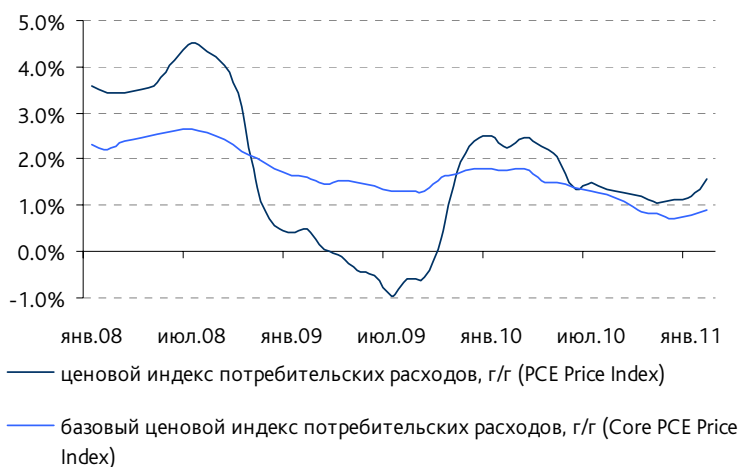


ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Аукцион UST2 – хороший спрос, но инвесторы рассчитывали на большую доходность. Глава ФРБ Атланты Д. Локхарт «готов поддержать изменение монетарной политики в случае риска для ценовой стабильности»

Важных историй на американском рынке вчера хватало, однако их можно свести к двум связанным категориям – инфляции и доходности UST. В части инфляции вчера были опубликованы февральские ценовые индексы потребительских расходов (PCE Price Index), на которые ориентируется ФРС при измерении инфляции. Общий индекс вырос на 1.57% год к году, превысив уровни июня-июля 2010 года. Базовая инфляция более стабильна – в феврале она составила 0.88% – уровень ноября 2010 года.

ЦЕНОВОЙ И БАЗОВЫЙ ЦЕНОВОЙ ИНДЕКСЫ ПОТРЕБИТЕЛЬСКИХ РАСХОДОВ СЕЗОННО СКОРРЕКТИРОВАННЫЕ, ГОД К ГОДУ, ЯНВАРЬ 2000 – ФЕВРАЛЬ 2011



Источник: <http://www.bea.gov>, расчеты НБ «Траст»

Собственно, своим взглядом на ситуацию в экономике вчера [делился](#) глава ФРБ Атланты Д. Локхарт. Он не рассматривает долгосрочным влияние фактора высоких цен на энергоносители в ускорении инфляции. Наряду с этим глава ФРБ Атланты удовлетворен текущим состоянием реализации монетарной политики, но в случае, если увидит риски обеспечения ценовой стабильности, готов поддержать изменения. Судя по комментариям в Reuters, рынок увидел в этих словах подтверждение того, что QE2 будет доведено до конца. Несколько раньше в марте глава ФРБ [обозначал](#) гибкость своей позиции относительно возможности нового раунда выкупа активов.

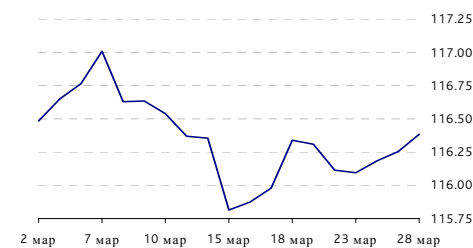
Мы рассматриваем прогнозные уровни ФРС по инфляции на текущий год, обнародованные в [протоколе](#) по итогам заседания 25-26 января, в терминах ценового индекса потребительских расходов (PCE Price Index, на уровне 1.3-1.7%) и соответствующего базового ценового индекса (Core PCE Price Index, на уровне 1.0-1.3%) адекватными нашему видению развития ситуации в американской экономике.

На аукционе UST2 (предложение – USD35 млрд.), который Минфин США проводил вчера, присутствовал высокий интерес – переспрос составил 3.16x. Вместе с тем, как сообщает Reuters, накануне размещения участники ожидали большего уровня доходности (более 0.80%) – по факту же максимальная ставка составила 0.79%, медианная – сложилась на уровне 0.75%. На закрытие основной торговой сессии в США UST2 торговалась при доходности 0.76%. Интересно увидеть активность и поведение рынка на сегодняшнем аукционе UST5.

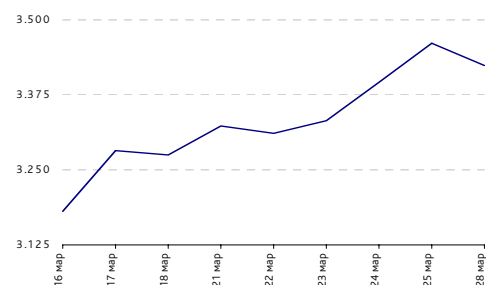
S&P может снизить рейтинг Португалии еще на одну ступень уже на этой неделе; ЕЦБ возобновил покупки госбумаг, но в Лиссабоне этого не заметили

Накануне S&P нанесло очередной удар по и без того «настрадавшейся» в последние дни Португалии. Агентство понизило рейтинги пяти крупнейших банков страны, предупредив одновременно с этим о вероятности снижения суверенного рейтинга еще на одну ступень уже на этой неделе. Напомним, отставка правительства Португалии в минувшую среду уже привела к снижению странового рейтинга на две ступени, по версии S&P – до «BBB». В случае

Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)





дополнительного снижения (до уровня «BBB-»), португальские госбумаги от спекулятивной категории будет отделять лишь одна ступень.

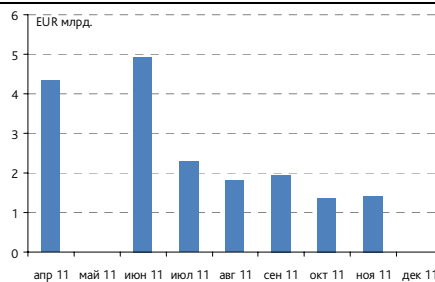
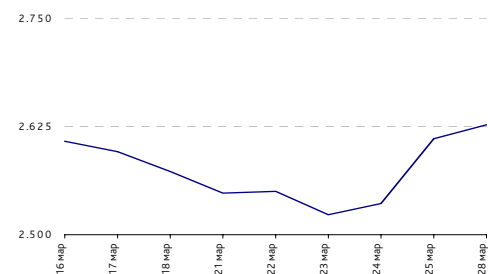
На этом фоне ЕЦБ после трехнедельного перерыва был вынужден вновь начать покупки гособлигаций стран еврозоны, потратив на это EUR432 млн. за неделю к 25 марта. Логично предположить, что основная часть была направлена как раз на приобретение португальских суверенных выпусков, что, однако не удержало последние от стремительного роста доходности – по итогам понедельника она выросла на 16 бп до 8.19% в терминах десятилетних бумаг и продолжает увеличиваться во вторник с утра, перевалив за отметку 8.20%.

ДИАГРАММА.
ДОХОДНОСТИ
ГОСОБЛИГАЦИЙ
2010-2011 ГГ.

ДИНАМИКА
ДЕСЯТИЛЕТНИХ
ПОРТУГАЛИИ,

ДИАГРАММА. ОБЪЕМЫ ГОСДОЛГА
ПОРТУГАЛИИ, ПОГАШАЕМЫЕ В 2011
Г.

Brazil 40 (YTM)



Источник: Reuters

Источник: Bloomberg

В случае сохранения ставок на столь высоком уровне или даже их дальнейшего увеличения, мы сомневаемся в способности Лиссабона длительное время «открещиваться» от поддержки ЕС/МВФ, принимая во внимание суммы, необходимые для погашения суверенного долга в апреле и июне.

Рост котировок как в корпоративном, так и в суверенном сегменте российского рынка еврооблигаций; ждем расширения спреда TransNefit 18 – Russia 30

Российский рынок еврооблигаций в понедельник продемонстрировал уверенную положительную динамику благодаря в целом благоприятному внешнему фону. Так, в нефтегазовом секторе шли покупки в бумагах Газпрома и Лукойла – выпуски **Gazprom 34** и **Lukoil 22** прибавили 25 и 45 бп соответственно.

Между тем спред **TransNefit 18 – Russia 30** сузился накануне сразу на 15 бп – до 5 бп, что, на наш взгляд, не совсем оправданно. В связи с этим мы ждем коррекции по данному выпуску и расширения спреда к суверенной кривой.

Во втором эшелоне также был отмечен рост котировок, в частности – по евробондам Евраза и ТМК. Телекоммуникационные компании продемонстрировали солидный рост – долгосрочные бумаги МТС и ВымпелКома подорожали на 60 и 55 бп соответственно. В банковском секторе наибольшее увеличение стоимости показал рекомендованный нами ранее выпуск **VTB 20** (+50 бп). В плюсе также завершили день длинные евробонды ВЭБа и Промсвязьбанка (+30 и +35 бп соответственно).

Из недавно размещенных бумаг мы бы хотели отметить выпуск РЖД в фунтах – **Russian Railways 31P** подорожал на 22 бп до 103.24% от номинала. Евробонды украинского агрохолдинга «Мрия» (**Mriya Agro Holding 15**) также показали рост, но более скромный – на 6 бп до 98.66% от номинала.

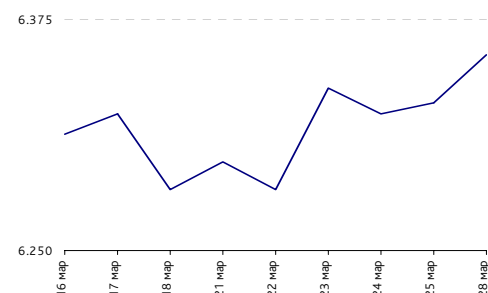
Еврооблигации суверенной России также активно покупались в понедельник. Индикативный выпуск **Russia 30** подрос на 13 бп – до 116.39% от номинала. Спред **Russia 30 – UST 10** при этом расширился на 10 бп – до 130 бп. **Russia 18R** подорожал на аналогичную величину – до 102.27% от номинала.

В суверенных бумагах Белоруссии восходящий тренд снова сменился падением – выпуски **Belarus 15** и **Belarus 18** просели на 140 бп каждый. Несмотря на высокую волатильность в данных бумагах, мы по-прежнему видим в них потенциал роста в среднесрочной перспективе.

Углубление ядерного кризиса в Японии и ливийская кампания окажут сдерживающее влияние на российский долговой рынок

Сохраняющаяся неопределенность касательно дальнейшего развития ситуации на АЭС «Фукусима» и военной кампании в Ливии окажет сдерживающее воздействие на российский долговой рынок во вторник. В почве вокруг японской

Turkey 34 (YTM)





АЭС во вторник были обнаружены следы плутония, что, по словам властей, подтверждает опасения о частичном расплавлении топливных стержней. Между тем президент США заявил накануне, что свержение режима Каддафи не является целью военной операции союзников, однако пообещал добиваться ухода диктатора невоенными методами. Катар, в свою очередь, стал первой арабской страной, признавшей ливийские оппозиционные силы законной властью в стране. Азиатские фондовые индексы демонстрируют разнонаправленную динамику, токийский Nikkei потерял по итогам вторника 0.21%. Фьючерсы на американские индексы торгуются ниже уровней закрытия, а стоимость нефти немного снизилась по сравнению с понедельником – до USD114.7 за баррель.

Алексей Тодоров, aleksey.todorov@trust.ru

☎ 647-23-62

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64



ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ликвидность «подтаяла» из-за налогов; ставки подросли в рамках ожиданий; ожидаем коррекции по мере поступления бюджетных средств в начале месяца

Как мы и ожидали, завершение наиболее крупных в этом месяце отчислений в казну по налогу на прибыль (RUB300-310 млрд., по нашим оценкам) сопровождалось не менее мощным, чем в пятницу, оттоком ликвидности, по итогам всех расчетов составившим RUB213.4 млрд., из которых львиная доля – RUB176.5 млрд. – «потери» по [депозитам](#) (снижение до RUB517.1 млрд.), несколько меньше – RUB36.7 млрд. – по [корсчетам](#) (до RUB500.3 млрд.). Столь значительный отток ликвидности полностью объясняется налоговыми платежами, ведь на 25 и 28 марта, по нашим оценкам, в сумме должно было приходиться до RUB500 млрд. отчислений в бюджет. Наши предположения подтверждаются тем, что именно такая сумма – RUB445.0 млрд. (RUB230.2 млрд. в пятницу + RUB213.4 млрд. вчера) в действительности «утекла» из платежной системы за последние 2 рабочих дня, приведя к «сжатию» объема остатков на корсчетах и депозитах до RUB1.0 трлн., а чистой ликвидной позиции до RUB1.24 трлн.

На столь существенное изъятие ликвидности ставки денежного рынка ожидаемо отреагировали небольшим ростом. Однако в наиболее чувствительном к оттоку средств сегменте [МБК](#) на 1 день, наблюдалось лишь внутрисуточное повышение ставок до 3.0-3.25% (+10 бп к уровню пятницы), к вечеру стоимость средств скорректировалась до 2.85-3.0%. Сектор междилерского РЕПО был более устойчив к оттоку ликвидности. Несмотря на повышенный спрос на рублевые средства во время налогов, ставки на 1 день в этом сегменте [под залог ОФЗ](#) и облигаций [1-го эшелона](#) остались на уровне 3.59% и 3.53% соответственно.

Повышение ставок во время налогового периода не превысило 20 бп, что говорит о том, что ситуация на денежном рынке по-прежнему отличается избыточной ликвидностью. Тем самым, мы ожидаем, что в ближайшие дни характерное для начала месяца улучшение состояния ликвидности по мере поступления бюджетных средств полностью нивелирует негативный эффект от прошедших налоговых платежей и вернет короткие ставки денежного рынка к уровням, близким к стоимости депозитов овернайт ЦБ (3.0%).

С. Швецов не принес стабильности рублю в развернутом интервью

Открывшись на уровне RUB33.63, что на 7 копеек выше предыдущего закрытия, стоимость бивалютной корзины до обеда снижалась, после чего колебалась преимущественно вокруг отметки RUB33.57, где и проходило закрытие торгов в понедельник. Свою лепту в динамику курса национальной валюты во второй половине дня привнесла реакция на неоднозначный новостной фон после интервью зампреда ЦБ Сергея Швецова агентству Reuters.

Рублевый рынок: понедельник прошел без сильных ценовых движений, рост в ОФЗ и во всех эшелонах корпоративного сектора

Незначительный рост цен в секторе госбумаг (ОФЗ) в понедельник продолжился – покупались средние и длинные выпуски, в ближнем сегменте кривой замечены продажи – в частности, в лидировавшем по оборотам в сегменте выпуске **ОФЗ 25073** (-5 бп). **ОФЗ 25075** и **ОФЗ 25068**, также стоявшие в первых строчках по обороту, изменений цен к пятнице в терминах средневзвешенной цены не показали.

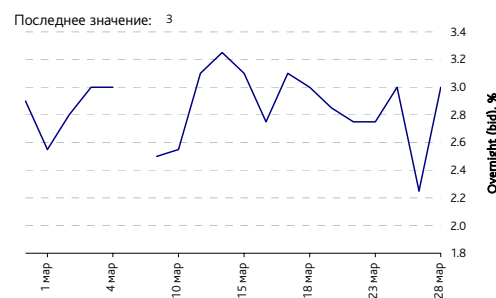
Первый эшелон также незначительно подрос – наиболее активный рынок сформировался в **Газпром-13** (+6 бп). Лидерство по оборотам во втором эшелоне отошло выпуску **АФК Система-4** (-13 бп), вышедшему на вторичные торги в пятницу. Наряду с этим в сегменте покупались на высоких оборотах средние/длинные выпуски МТС: **МТС-7** (+9 бп), **МТС-8** (+16 бп).

ЮТэйр (NR): итоговая ставка купона нового выпуска неинтересна, так как не покрывает всех кредитных рисков компании

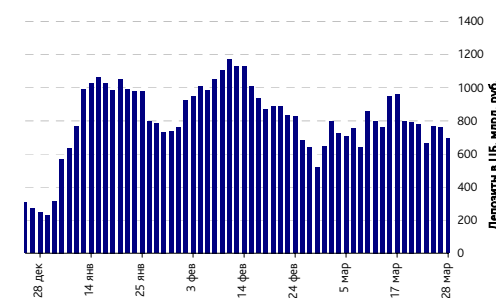
Вчера была объявлена ставка купона по новым облигациям **ЮТэйр БО-4** и **ЮТэйр БО-5** (по RUB1.5 млрд.). Книга закрылась по ставке 9.00% годовых, что трансформируется в эффективную доходность YTM 9.20% к погашению через 3 года.

Как мы отмечали в Навигаторе долгового рынка от 22.03.2010, предлагаемая к другим выпускам компании премия не покрывает всех рисков ЮТэйр как самостоятельного заемщика и как представителя отрасли авиаперевозок. Тот

Ставка overnight (максимум, bid)



Депозиты в ЦБ РФ





факт, что книга закрылась даже ниже изначальных ориентиров, лишь подтверждает непривлекательность нового выпуска.

Иркутскэнерго (NR) предложит новые биржевые облигации; справедливую доходность видим ближе к верхней границе маркетируемого диапазона

Иркутскэнерго в пятницу открыло книгу на новый выпуск биржевых облигаций объемом RUB3 млрд. и сроком погашения через 3 года. Ориентир по купону – 7.60-8.10% годовых, что транслируется в доходность к погашению 7.74-8.26%. Указанный диапазон предполагает премию к кривой ФСК в размере не менее 70 бп.

Иркутскэнерго является вертикально интегрированной энергетической компанией, объединяющей гидро- и теплоэнергетические активы, а также угольные разрезы. Совокупная установленная мощность электростанций компании составляет почти 13ГВт, что сопоставимо с мощностями Мосэнерго. Негативным моментом кредитного профиля эмитента является тот факт, что плотины ГЭС не находятся в собственности компании, а взяты в долгосрочную аренду у РусГидро. Однако эта проблема может быть решена в случае обмена активами между РусГидро и Евросибэнерго (главный акционер Иркутскэнерго), о котором обе компании заявляли на прошлой неделе.

Долговая нагрузка компании умеренна, а новый долг привлекается с целью оптимизации кредитного портфеля и снижения средней процентной ставки по нему. Этот факт поможет компании найти спрос на новый выпуск, однако мы оцениваем справедливый уровень по доходности ближе к верхней границе маркетируемого диапазона. Негативными чертами кредитного профиля Иркутскэнерго мы также считаем то, что:

- Компания публикует только годовую отчетность по МСФО;
- Компания не имеет рейтингов от международных агентств;
- Не до конца ясна судьба 40% пакета акций Иркутскэнерго, сейчас принадлежащего Интер РАО.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru

☎ 789-35-94

Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

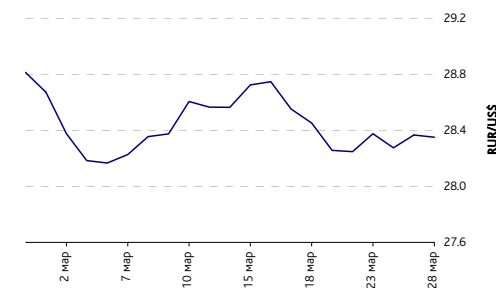
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Курс рубль/доллар





ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

Мечел (Moody's: B1) – единственная компания, интересующаяся покупкой Распадской (B1/B/NR); негативно для обоих эмитентов; в случае покупки Мечел будет увеличивать долговую нагрузку

Вчера Интерфакс, со ссылкой на собственные источники, сообщил, что Мечел на данный момент является единственной компанией, которая интересуется покупкой контрольного пакета акций в Распадской. Впрочем, при запрашиваемой продавцами цене в USD6 млрд., горно-металлургический холдинг готов заплатить лишь USD2 млрд. Рыночная цена этого пакета на вчерашний день составляла USD4.4 млрд.

Напомним, что недавно менеджеры Распадской (во главе с Геннадием Козовым) и Евраз, контролирующие по 40%, заявляли (прямо, либо косвенно) о намерении продать свои доли. По данным источников, ни один из крупных металлургических холдингов не интересуется Распадской.

КОММЕНТАРИЙ

В нашем вчерашнем комментарии относительно инвестиционной программы Мечела мы отмечали, что его кредитное качество зависит от внешней конъюнктуры сильнее, чем у конкурентов в отрасли. Так как озвученные на днях планы Мечела не включали в себя M&A сделки, то очевидно, что потенциальную покупку Распадской компании придется финансировать новыми заимствованиями. Это лишь усугубит долговую позицию Мечела и ухудшит его кредитный профиль.

Для Распадской контроль со стороны столь агрессивного в долговом плане конкурента может означать дополнительную нагрузку на ее финансы. Не исключено, что Мечел будет покрывать покупку компании и инвестиции в шахты Распадской либо за счет ее дивидендов, либо за счет операционных денежных потоков. Понятно, что и тот и другой варианты не благоприятствуют восстанавливающейся после взрыва компании. Напомним, что Распадская в настоящее время характеризуется очень автономным положением по отношению к Евразу, низкой долговой нагрузкой и отличной рентабельностью по EBITDA.

Впрочем, исключая фактор потенциальных отношений с новым акционером, мы по-прежнему считаем, что угольной компании по силам расплатиться по своему единственному публичному долгу, который гасится уже в следующем году.

Если брать рыночную капитализацию обсуждаемого к продаже пакета акций Распадской, то для Мечела данная сумма представляется более чем существенной. Так, даже для реализации органической инвестпрограммы в 2011 г. компания будет занимать до USD1 млрд. дополнительно и увеличивать чистый долг на указанную сумму, что приведет к росту «Чистый долг/EBITDA» до 3.0x. Мы опасаемся, что финансирование покупки Распадской за счет заемных средств поднимет леверидж до опасных значений (4.0x и выше). Для публичного долгового рынка еще одной опасностью может стать новое предложение облигаций, которых и сейчас в обращении очень много.

Мы ожидаем большей негативной реакции на новости со стороны традиционно более чувствительного рынка евробондов, на котором обращается **Raspadskaya 12**, нежели со стороны рублевого, где присутствуют бумаги Мечела. К тому же в свете того, что бумаги Распадской погашаются уже через год, мы в любом случае не ожидаем их опережающего роста. Мы думаем, что явное давление в рублевых облигациях компании последует в случае подтверждения сделки в денежной форме и планах о новых рублевых бондах Мечела.

Леонид Игнатьев, leonid.ignatiev@trust.ru

☎ 647-23-60

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru

☎ 786-23-48

БАНКИ И ФИНАНСЫ

Промсвязьбанк (Ba2/WR/BB-) опубликовал крепкую финансовую отчетность за 2010 год; длинные рублевые облигации интересны

КОММЕНТАРИЙ

Вчера Промсвязьбанк опубликовал финансовые итоги за 2010 в соответствии с МСФО, которые мы оцениваем достаточно позитивно.



Наиболее положительным результатом 4К 2010 является рост **чистой процентной маржи**: + 1.9 п.п. к/к до 5.9%, по нашим оценкам. В итоге по итогам 2010 года NIM составила 4.6%. Напомним, что Номос-Банк и Банк «Санкт-Петербург» в 4К 2010 демонстрировали снижение показателя. Менеджмент ожидает увидеть NIM в диапазоне 5.0-5.5% в 2011 году, что, на наш взгляд, является вполне посильным.

Основными причинами обеспечения роста выступили увеличение **кредитного портфеля** (+6.5% за квартал до RUB348.6 млрд.) и доли в нем высокомаржинальных продуктов, а также приток более дешевых **средств корпоративных клиентов** (+6.5% до RUB297 млрд. по итогам 4К 2010).

Отметим, что банку также удалось сократить **долю проблемных кредитов**: NPLs сократились до 9.2% в портфеле (12.3% в 2009), а доля реструктурированных кредитов – до 13.0% (26.0% в начале года). Основным способом улучшения качества выступили списание и продажа просроченных займов. Это позволило практически вдвое (г/к/г) сократить отчисления в резервы и восстановить прибыльность деятельности (ROAE 6.0%).

Позиция ликвидности также выглядит комфортно на горизонте больше года. Напомним, что в 2011 году банку предстоит погасить до RUB11 млрд. еврооблигаций и синдицированных кредитов. К тому же банк отлично рефинансирует банковскую задолженность (планируется привлечь синдицированный кредит объемом USD250 млн.), и у него открыт доступ к рынку публичного долга (ожидается выпустить до USD500 млн. облигаций).

Позитивным моментом является ожидаемое вливание средств в капитал банка в размере RUB4 млрд. – около 8-9% от собственных средств. Это окажет поддержку **достаточности капитала 1-го уровня**. Во 2П 2010 показатель Tier 1 снизился на 0.5 п.п. до 10.0%.

Еврооблигации Промсвязьбанка в текущих рыночных условиях неинтересны. На рублевом рынке наиболее привлекательны **Промсвязьбанк-6** (YTM 8.00%) и недавно размещенный выпуск с погашением через 3 года **Промсвязьбанк БО-3** (YTM 8.37%), котировки которого выросли до 101.2-101.3% от номинала. Бумаги предлагают премию к ОФЗ на уровне 180-190 бп, в то же время более короткий выпуск 5-й серии торгуется с премией к суверенной кривой на уровне 150 бп. В краткосрочной перспективе мы ожидаем роста котировок бумаг на длинном конце кривой.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ПРОМСВЯЗЬБАНКА

МСФО, RUB млрд.	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	22	26	21
Чистые комиссионные доходы	5	6	6
Операционные доходы до резервов	28	34	28
Операционные расходы	-12	13	-15
Отчисления в резервы	-13	-21	-10
Чистая прибыль	2	-1	2
Денежные средства	106	108	45
Ценные бумаги	23	49	58
Кредитный портфель, gross	319	305	349
Резервы	-19	-39	-38
Кредитный портфель, нетто	300	266	311
Средства кредитных организаций	60	59	60
Средства клиентов	230	290	297
Субординированный долг	13	18	22
Заемные средства	63	57	13
Собственный капитал	40	38	45
Активы	462	471	475
Показатели			
Доходность собственного капитала (ROAE)	4.6%	-1.6%	6.0%
Доходность активов (ROAA)	0.4%	-0.1%	0.5%
Расходы/доходы	43.8%	-38.6%	52.6%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.6%	6.2%	4.6%
NPLs/кредиты	2.8%	12.3%	9.2%
Резервы/кредиты	5.8%	12.7%	10.8%
Резервы/NPLs	2.1	1.0	1.2
Достаточность капитала (TCAR)	13.1%	14.3%	14.4%

Источник: данные банка, НБ «ТРАСТ»

Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru ☎ 647-23-59



Fitch повышает рейтинг ТКС-Банка до «В»; с точки зрения «риск/доходность» облигации банка – самая интересная инвестиция среди всех выпусков банков 2-3 эшелона

Вчера рейтинговое агентство Fitch повысило рейтинг ТКС-Банка на одну ступень до «В» со стабильным прогнозом. Основными причинами действия аналитики называют:

- **Улучшение структуры фондирования** за счет привлечения депозитов частных лиц и выпуска рублевых облигаций. Так, в 2010 году банк привлек около RUB4.7 млрд. розничных вкладов, доля которых увеличилась до 42.5% в пассивах в феврале 2011;
- **Стабильность качества портфеля:** доля NPLs свыше 90 дней сократилась до 2.1% к февралю 2011 года, а показатель списаний составляет около 10%;
- **Вливание капитала** акционерами в феврале 2011 в объёме RUB0.4 млрд., что обеспечило рост Tier 1 до 15.3%;
- **Обеспечение комфортной позиции ликвидности** за счет высокой способности кредитного портфеля генерировать денежные потоки.

КОММЕНТАРИЙ

Мы позитивно смотрим на рейтинговое действие и ожидаем роста котировок облигаций. Так, вчера-сегодня наиболее ликвидные выпуски ТКС-Банка выросли в цене на 10-30 бп.

Мы разделяем мнение Fitch относительно улучшения структуры фондирования. Так, вклады физических лиц с осени 2010 демонстрируют прирост, по данным РСБУ, на 7-10% ежемесячно даже в январе-феврале 2011. Однако мы сдержанно относимся к подобной динамике, считая что «постоянство» базы клиентов требует проверки временем.

Отметим, что банк не стремится сокращать резервы на обесценение, несмотря на улучшение качества кредитного портфеля. Так, по данным РСБУ, объём резервов поддерживается на уровне RUB1.4 млрд. с осени 2010. В то же время доля просроченных кредитов свыше 1 дня сократилась практически вдвое за аналогичный период – до 3.8% на 01.03.2011. Отчасти это было продиктовано ростом кредитного портфеля ежемесячно на 6-10% до RUB12.3 млрд., отчасти – списаниями проблемных долгов.

Мы считаем интересными рублевые облигации ТКС-Банка, в особенности наиболее ликвидные выпуски **ТКС БО-2** (УТР 11.15% к оферте в ноябре 2011) и **ТКС-2** (УТМ 12.55% к погашению в июле 2013). На текущий момент они обеспечивают премию порядка 150-200 бп к бумагам банков с аналогичными рейтингами, и мы считаем инвестиции в облигации привлекательными для склонных к риску участников рынка.

*Юлия Сафарбакова, yulia.safarbakova@trust.ru
☎ 647-23-59*

СЕЛЬСКОЕ ХОЗЯЙСТВО

Мироновский Хлебопродукт (ВЗ/NR/В) демонстрирует хорошие результаты за 2010 год; долговая нагрузка умеренна, но ее рост в дальнейшем возможен; евробонды оценены справедливо

Вчера крупнейший агрохолдинг Украины – Мироновский Хлебопродукт (МХП) – опубликовал отчетность по МСФО за 2010 год, а также провел телефонную конференцию с участниками рынка, озвучив подробности своей стратегии.

Мы считаем, что кредитоспособность МХП находится на высоком для эмитентов Украины уровне за счет хороших операционных показателей и темпов роста бизнеса. Однако мы также отмечаем риски того, что из-за масштабной инвестпрограммы свободные денежные потоки в дальнейшем будут оставаться отрицательными. Это может привести к росту долга. Впрочем, ковенанты по евробондам, ограничивающие «Чистый долг/ЕБИТДА» 2.5х, должны смягчить этот риск.

Отметим основные существенные для кредитного качества моменты:

- В 2010 году МХП удалось существенно нарастить показатели доходов (**выручка, ЕБИТДА, чистая прибыль** – см. таблицу). Объемы



производства стабилизировались в последние полтора года после ввода Мироновской птицефабрики, а потому поквартальный рост показателей связан в основном с увеличением цен на курятину. В 2011 году контролирующий акционер – Юрий Косюк – ожидает роста цен на курятину на 25-30%.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МХП

МСФО, USD млн.	2007	2008	2009	2010
Выручка	474	803	711	944
ЕБИТДА	160	316	250	311
Чистая прибыль	47	5	160	215
Чистый операционный денежный поток	99	123	123	97
Капитальные вложения	95*	265	171	223
Свободный денежный поток	4	-142	-48	-126
Совокупный долг в т.ч.	467	504	513	832
Краткосрочный долг	127	152	164	174
Денежные средства и эквиваленты	10	54	22	39
Активы	953	925	1138	1574
Показатели				
ЕБИТДА margin	34%	39%	35%	33%
ЕБИТДА/проценты (x)	3.2	6.1	5.0	4.5
Долг/ЕБИТДА (x)	2.9	1.6	2.0	2.7
Чистый долг/ЕБИТДА** (x)	2.9	1.3	1.9	2.1
Долг/Собственный капитал (x)	1.1	1.5	1.0	1.2

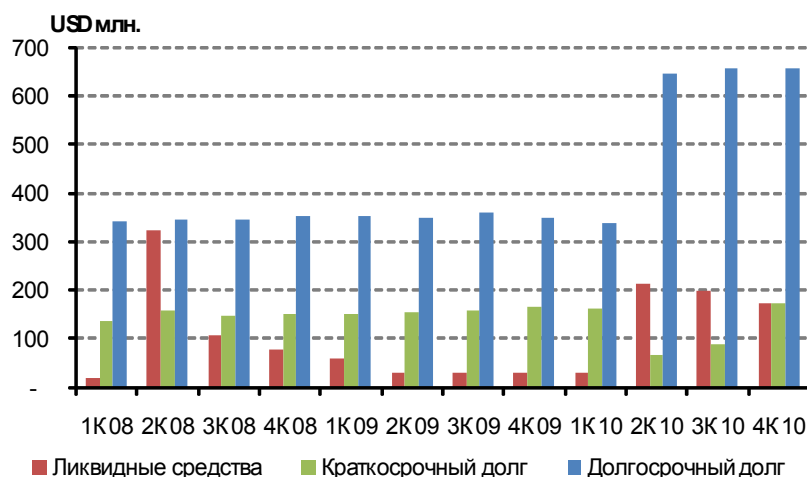
* Капитальные вложения за 2007 – лишь приобретение основных средств, в последующие годы компания публикует совокупные цифры по капзатратам на приобретение, содержание основных средств

** «Чистый долг» вычисляется по методологии компании с учетом краткосрочных банковских депозитов. Мы приводим эту цифру, так как именно она отслеживается для соблюдения ковенантов: не более 2.5x по «Чистый долг/ЕБИТДА»

Источник: данные компании, НБ «Траст»

- Из всех **капитальных затрат** в 2010 году (USD220 млн.) 45% израсходовано на строительство Винницкой птицефабрики. В 2011 году из USD320 млн. капвложений около 85% придется на этот проект. Ранее CFO МХП прогнозировала ежегодные инвестиции на 2011-2013 гг. в USD250-280 млн.
- Ввод в эксплуатацию первой очереди Винницкой птицефабрики ожидается в 2013 году. Рост производства на 220 тыс. тонн курятины в год ожидается к 2015 году (по итогам 2010 продано 330 тыс. тонн), впоследствии ее мощность удвоится.

ДИАГРАММА. СТРУКТУРА ДОЛГА И ЛИКВИДНЫЕ СРЕДСТВА МХП



Источник: данные компании

- В последние три квартала долг МХП существенно возрос за счет выпуска новых евробондов (**МНР 15**). Таким образом, на 2015 год приходится возврат USD585 млн. долга из USD830 млн. Это является долгосрочным риском компании, так как в силу реализации крупного проекта вряд ли в ближайшие годы свободный денежный поток



выберется в положительную зону.

Впрочем, в перспективе года проблема погашения долгов МХП не угрожает: ликвидные средства (наличные средства + депозиты в банках с погашением до года) покрывают весь краткосрочный долг (см. диаграмму).

Мы считаем, что евробонд МНР 15 при премии в 100 бп к Metinvest 15 оценен справедливо. Во-первых, металлургический холдинг имеет меньшую долговую нагрузку и положительные денежные потоки. Во-вторых, его инвестпрограмма не столь обременительна. В то же время сильные позиции МХП в агросекторе Украины позволяют ему торговаться с существенным дисконтом к бумагам Авангарда и Мрии.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48

ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА

Мосэнерго (S&P: BB-): сильная отчетность по МСФО за 2010 г.; рублевые облигации оценены справедливо, нового публичного долга в 2011 г. не ждем

Подконтрольная Газпрому компания «Мосэнерго» опубликовала вчера отчетность по международным стандартам за 2010 г., продемонстрировав хорошие операционные показатели и дальнейшее снижение долговой нагрузки.

КОММЕНТАРИЙ

Данные территориальных генерирующих компаний традиционно демонстрируют высокую подверженность сезонным факторам: так, в летние месяцы резко снижается выручка от продаж тепловой энергии, которая в структуре доходов компании составляет в среднем 40-45%. Таким образом, нет ничего удивительного, что по сравнению с третьим кварталом 2010 г. четвертый оказался значительно более успешным. В годовом выражении операционные показатели выглядят не менее позитивно: выручка компании выросла на 29%, EBITDA – на 48%, благодаря чему рентабельность по EBITDA достигла 14% (вместо 12% в 2009 г.). Мосэнерго связывает высокий рост операционных показателей с более высокими ценами на рынке на сутки вперед, более высокими тарифами на тепло и увеличившейся долей электроэнергии, продаваемой на свободном рынке.

Компания генерирует стабильно высокий денежный поток, более чем достаточный для финансирования инвестиционной программы, которая в 2010 г. составила около RUB7 млрд. (на 42% меньше, чем в 2009 г.).

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ОПЕРАЦИОННЫЕ И ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МОСЭНЕРГО

МСФО, RUB млрд.	2009	9М 10	2010	4К10/3К10	10/09
Выручка	113	98	145	109%	29%
<i>Электроэнергия</i>	62	54	79	41%	28%
<i>Тепло</i>	48	40	62	426%	31%
EBITDA	14	12	20	392%	48%
Чистая прибыль	1.7	3.4	8.7		423%
Чистый операц. денежный поток	12	15	22	141%	86%
Капвложения и M&A	12	4	7	152%	-42%
Свободный денежный поток	0.5	11.0	15.8	134%	>1000%
Совокупный долг	19	17	17	0%	-11%
Краткосрочный долг	2.1	4.8	5.0	4%	138%
Денежные средства и эквиваленты	2.3	7.7	28.3	266%	>1000%
Активы	250	251	256	2%	2%
Показатели					
EBITDA margin	12%	12%	14%		
EBITDA/проценты	5.6	9.7	11.5		
Долг/EBITDA*	1.4	1.1	0.8		
Чистый долг/EBITDA*	1.2	0.6	< 0		
Долг/Собственный капитал	0.1	0.1	0.1		

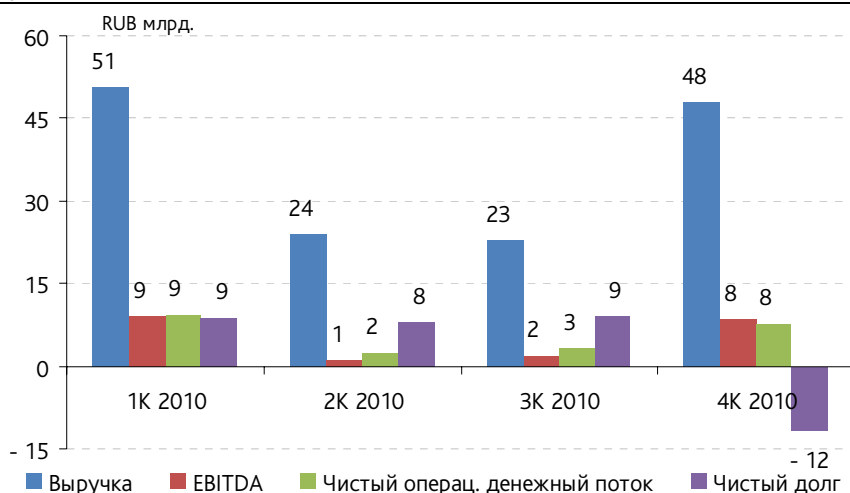
** Значение EBITDA за последние 12 месяцев
Источники: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ*



Мосэнерго в 2010 г. погасило часть долга, снизив его до RUB17 млрд., и существенно увеличило запас денежных средств на счетах. Благодаря этому чистый долг компании стал отрицательным, а показатель «Совокупный долг/ЕБИТДА» по итогам года оказался меньше 1х.

В ходе телеконференции менеджмент Мосэнерго озвучил некоторые планы компании по выручке, ЕБИТДА и капитальным затратам. Так, компания планирует получить в 2011 г. совокупную выручку в размере RUB157 млрд. при рентабельности по ЕБИТДА на конец года в 14.6% (что несколько выше показателя 2010 г.). Объем капитальных затрат составит около RUB17 млрд., что даже меньше объема денежных средств на счетах компании в конце 2010 г. Мы не сомневаемся, что вся инвестиционная программа на ближайший год будет профинансирована Мосэнерго исключительно из собственных средств, поэтому вероятность нового предложения рублевых облигаций в ближайший год мы оцениваем как крайне низкую.

ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МОСЭНЕРГО



Источники: данные компании, расчеты НБ ТРАСТ

На рублевом рынке сейчас обращается 3 выпуска облигаций Мосэнерго, которые торгуются практически без премии к кривой ФСК, что выглядит несколько агрессивно с точки зрения разницы в 3 степени кредитных рейтингов. Мы не видим потенциала курсового роста в бумагах Мосэнерго.

В секторе электроэнергетики нам нравятся бумаги Якутскэнерго, которые предлагают премию к кривой ФСК в размере не менее 70 бп, хотя компания имеет рейтинг на 1 степень выше, чем Мосэнерго.

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru
☎ 647-25-89



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/оферта	УТМ / УТР, %
Магнит-56о	5000	8	3	8.16
Уралсиб ЛК-16о	2000	9.5	3	9.84
ТрансФин-М-66о	500	8	3	8.16
НационалСтандарт КБ-1	1500	10	3 / 1	NA / 10.24
ОАК-1	46280	8	9	8.16
Полипласт-2	800	12.25	3 / 1	NA / 12.63
ТКБ-2	1800	8.15	5 / 2	NA / 8.32
СистемаАФК-4	19500	7.65	5	7.8
Группа ЛСР-36о	2000	9.5	3	9.73
МДМ Банк-26о	5000	8.15	3	8.32

Налоговые выплаты

Дата	Налог
15 апреля	Страховые взносы во внебюджетные фонды
20 апреля	НДС
25 апреля	НДПИ и акцизы
28 апреля	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/оферта
29 мар 11	БНП ПАРИБА-1	2000	TBD	3
29 мар 11	Почта России-1	7000	8.25	5 / 3
29 мар 11	ОТП Банк-2	2500	TBD	3
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-46о	1500	TBD	3
30 мар 11	ЮТЭйр-Финанс-56о	1500	TBD	3
31 мар 11	Внешэкономбанк-9	15000	TBD	10 / 5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
30 мар 11	АРТУГ-2	500	16	14	22 мар 12
31 мар 11	Ай Теко-1	630	12.5	12.5	30 июн 11
31 мар 11	Элис-2	500	18.5	12	20 сен 12
4 апр 11	МБРР-2	3,000	8.5	7	28 мар 13
6 апр 11	КВАРТ	250	12	12	5 окт 11
8 апр 11	Фармпрепарат	23	12	12	8 июл 11
11 апр 11	Зенит Банк-16о	5,000	7.9	7.1	4 апр 12
15 апр 11	Новопластуновское	23	12		14 окт 11
18 апр 11	Арктел-2	1,000	12		
19 апр 11	Тензор-16о	300	12		
22 апр 11	Минплита Финанс	500	20		22 апр 11
22 апр 11	Объед. Кондитеры-2	3,000	15		
25 апр 11	Газпром нефть-4	10,000	16.7		
25 апр 11	Мой Банк-5	5,000	12.96		
25 апр 11	МосСельПром-2	1,500	14		
26 апр 11	Каспийская энергия	1,000	15.8		
26 апр 11	ПромТрактор-3	5,000	18	18	1 авг 11
26 апр 11	ЧТПЗ-3	8,000	8		
27 апр 11	Разгуляй Фин.-5	2,000	0	0	17 июл 11
29 апр 11	Первобанк-16о	1,500	10		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-25-89

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 РФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.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. Представленные 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 намереваются 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 Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, 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 Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.