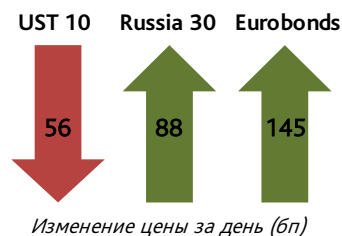


Навигатор долгового рынка

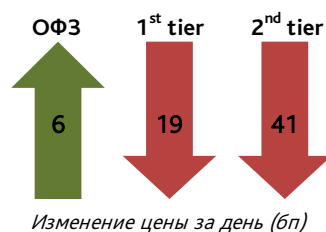
Глобальные рынки и еврооблигации

- Ⓜ **ЕЦБ** проведет последнее заседание под руководством Трише; на фоне инфляции в 3% ставку вряд ли снизят, но могут расширить список LTRO
- Ⓜ Докапитализация банков может стоить Европе EUR100-200 млрд.; Германия готова действовать самостоятельно, а Франция рассчитывает на средства EFSF, опасаясь потерять наивысший кредитный рейтинг
- Ⓜ Реформу EFSF осталось утвердить Мальте, Нидерландам и Словакии; последняя с высокой вероятностью может приостановить весь процесс
- Ⓜ **Итоги торгов по еврооблигациям:** восстановительный рост котировок на внешнем позитиве; спред Russia 30-UST10 сузился до 245 бп
- Ⓜ **Открытие торгов по еврооблигациям:** рынки продолжают начатый накануне рост; дорогая нефть может поддержать российские активы; ждем роста котировок
- Ⓜ **Интерфакс:** Газпром может занять через 6-месячные еврокоммерческие бумаги с ориентиром 4.5% чуть меньше USD1 млрд. против ранее сообщавшихся USD500 млн.; спрос на бумаги хороший
- Ⓜ Кипр получит от РФ кредит на 4.5 года на сумму EUR2.5 млрд. под ставку 4.5%; доходность гособлигаций Кипра с погашением в феврале 2016 составляет 12.4%



Рублевые облигации и денежный рынок

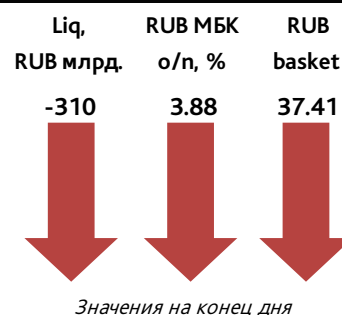
- Ⓜ Отскок на внешних рынках и рост стоимости нефти привели к положительной динамике в рублевом долге; наибольший интерес был проявлен к долгосрочным ОФЗ – котировки подросли на 60 бп
- Ⓜ **Номос-Банк** планирует разместить RUB5 млрд. облигаций; предложенные ориентиры считаем непривлекательными в текущих рыночных условиях
- Ⓜ **Ликвидность** продолжила снижаться; ликвидная позиция банков существенно не изменилась из-за пониженного привлечения в рамках РЕПО с ЦБ; в ставках money market ощущается локальный спад напряженности
- Ⓜ ЦБ вчера сообщил объем интервенций на валютном рынке во вторник – верхняя граница диапазона по бивалютной корзине позавчера осталась на уровне RUB37.60; по итогам вчерашних торгов коридор по корзине составляет RUB32.65-37.65



Кредитные комментарии

- Ⓜ **Металлоинвест** опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; совокупный долг существенно вырос, но его структура комфортна; евробонды выглядят перепроданными, однако восстановления котировок не последует
- Ⓜ **Fitch** ждет позитивного эффекта от режима «60-66» для нефтяных компаний; в самом большом выигрыше – Лукойл и ТНК-ВР; неожиданно двойную выгоду получает Татнефть; короткий TNK 12 – отличный защитный актив
- Ⓜ Рейтинг ОТП Банка от Moody's поставлен на пересмотр с возможностью понижения в связи с аналогичным действием по рейтингу материнской группы; умеренно негативно для кредитного профиля банка; рублевые облигации неинтересны
- Ⓜ **Газпромбанк** может конвертировать субординированный долг от ВЭБа в акционерный капитал и тем самым получит формальный статус государственного банка; нейтрально для бондов банка
- Ⓜ **Евраз** прекращает переговоры о продаже Распадской; нейтральная новость для Распадской; евробонд Rospadskaya 12 – защитный актив, рекомендуем его к покупке
- Ⓜ **Ренессанс Капитал** озвучил частичные результаты за 1П 2011 по МСФО: чистый убыток составил USD32 млн. ввиду роста налоговых отчислений из-за продажи пакета акций РТС, операционные доходы выросли на 56% относительно прошлого года; ожидаем публикацию полного текста отчетности в ноябре

Индикаторы FX/ММ



Последние обзоры

- 27 сентября Банковская система в августе: кредитный бум
- 8 сентября VimpelCom Ltd. и МТС: результаты 1П 2011 г. говорят в пользу МТС
- 8 сентября ЦБ Швейцарии хочет видеть франк слабым. Рынки могут не согласиться
- 6 сентября Стратегия долговых рынков: сентябрь 2011 г.
- 1 сентября Банковская система в июле: качество кредитов под сомнением

Контакты и ссылки






 +7 495 789 36 09
 research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

| | |
|-------|---|
| 12:30 | Итоги аукционов по госбумагам Испании с погашением в 2014-2015 гг. |
| 15:45 | Пресс-релиз по итогам заседания ЕЦБ (16:30 – пресс-конференция Ж.-К. Трише) |
| 16:30 | Первичная и длящаяся безработица в США |
| 18:00 | Выступление министра финансов США Т. Гайтнера |

Ключевые индикаторы

| | | | |
|------------------|---|--------|-------|
| EMBI+ spread | ▼ | 382 | -28 |
| UST10 | ▲ | 1.88 | +0.06 |
| Russia 30–UST 10 | ▼ | 345 | -21 |
| EUR/USD | ▲ | 1.3346 | +0.1% |
| Oil (Brent) | ▲ | 102.4 | +1% |
| VIX | ▼ | 37.81 | -3.01 |

ЕЦБ проведет последнее заседание под руководством Трише; на фоне инфляции в 3% ставку вряд ли снизят, но могут расширить список LTRO

Сегодня Совет управляющих ЕЦБ проведет очередное заседание – последнее под председательством Ж.-К. Трише, с ноября уступающего свой пост итальянцу М. Драги. Учитывая крайне неблагоприятную статистику по инфляции за сентябрь (скачок годового показателя с 2.5% до 3%) и трепетное отношение главы ЕЦБ к исполнению мандата регулятора по поддержанию ценовой стабильности в еврозоне, мы полагаем, что снижения ключевой ставки с текущего уровня 1.5% сегодня вряд ли стоит ждать.

В этом свете, нам будет небезынтересно узнать, в какую формулировку ЕЦБ облечет инфляционные ожидания. Напомним, в [сентябрьском пресс-релизе](#), еще до выхода данных по инфляции, регулятор назвал ее риски «сбалансированными» вместо ранее использовавшегося термина «повышательные».

Между тем, принимая во внимание резкое обострение ситуации в банковском секторе Европы, мы не исключаем, что ЕЦБ уже сегодня может объявить о расширении списка аукционов LTRO (Long-Term Refinancing Operations), например, вновь предоставив банкам неограниченный доступ к годовой ликвидности. Отметим, ранее регулятор уже перезапустил аукционы по предоставлению ликвидности сроком на 6 месяцев.

Докапитализация банков может стоить Европе EUR100-200 млрд.; Германия готова действовать самостоятельно, а Франция рассчитывает на средства EFSF, опасаясь потерять наивысший кредитный рейтинг

Операция по поддержанию стабильности в европейском банковском секторе, старт которой министры финансов ЕС фактически дали во вторник, получила вчера свое продолжение.

Федеральный канцлер Германии А. Меркель заявила, что Германия готова оказать поддержку своим банкам, предоставив дополнительный капитал тем, кто не сможет найти его на рынках. В целом для еврозоны Меркель предложила следующую трехступенчатую схему поддержки банков: самостоятельный выход на рынок; предоставление средств национальным правительством; помощь от EFSF в случае, если нестабильность в данной стране угрожает всей еврозоне.

Тем временем, как пишет сегодняшняя FT, Европейская служба банковского надзора начала подготовку к новым стресс-тестам, которые будут включать в себя списание по суверенным бумагам с учетом рыночных цен. Таким образом, организация фактически признала то, о чем говорили рынки – июньские стресс-тесты были нерепрезентативными, так как предусматривали лишь незначительный объем списаний по «периферийным» госбумагам.

Также по сведениям FT, Европейской службе банковского надзора было дано указание оценить необходимый объем средств для докапитализации банковского сектора каждой из стран на случай, если греческие долги будут списаны. Однако источник FT подчеркнул, что это не является признаком подготавливаемого в ЕС дефолта Греции.

Появились в среду и первые оценки по возможному объему необходимой докапитализации банков ЕС. По версии МВФ, на эти цели может понадобиться EUR100-200 млрд. Министр финансов Ирландии тоже уверен, что сумма превысит EUR100 млрд.

Стоит также отметить уже наметившиеся противоречия между отдельными странами по вопросу докапитализации банков. Германия намерена действовать быстро и реактивировать для этого специальный фонд. Между тем Франция предпочла бы общеевропейский подход и, вероятно, использование средств EFSF. Мы считаем очевидным, что стремление Парижа избежать национального подхода в вопросе докапитализации отражает опасения за суверенный рейтинг «AAA», который может оказаться под угрозой.

Реформу EFSF осталось утвердить Мальте, Нидерландам и Словакии; последняя с высокой вероятностью может приостановить весь процесс

Надежды Франции на возможность в скором времени использовать средства EFSF для докапитализации банков с большой долей вероятности могут не оправдаться. Реформа европейского «стабфонда», похоже, плотно забуксовала в парламенте Словакии.

Напомним, из 17 стран экономического и валютного союза реформу EFSF пока не утвердили Мальта, Нидерланды и Словакия. Мальтийский парламент накануне отложил голосование по данному вопросу на понедельник, а голландские депутаты намерены проголосовать сегодня, причем в последнем случае одобрение реформы будет жестом политическим, так как юридически правительство не нуждается в одобрении данного вопроса парламентом.

Самым тревожным для всей Европы станет голосование именно в Словакии, намеченное на 11 октября. Глава «младшей» коалиционной партии заявил накануне, что он не видит никаких возможностей для компромисса. Ситуация усложняется тем, что оппозиционная партия, одобряющая реформу EFSF, заявила, тем не менее, что будет голосовать против, если партнеры по коалиции не договорятся между собой.

В сложившихся условиях мы высоко оцениваем вероятность провала реформы EFSF со стороны Словакии, оставляя все же небольшой шанс того, что возможный arm-twisting со стороны партнеров по еврозоне окажется эффективным. Для рынков неодобрение реформы EFSF может стать триггером очередного глубокого спада.

Итоги торгов по еврооблигациям: восстановительный рост котировок на внешнем позитиве; спред Russia 30–UST10 сузился до 245 бп

Обещания европейских политиков начать в ближайшее время докапитализацию банков, а также поступившая вечером неплохая статистика по США привели к существенному коррекционному росту в рисковом активах, включая российские еврооблигации. Активность при этом была в основном обеспечена за счет высоких оборотов в суверенном сегменте, составивших USD96 млн. из USD115 млн. в целом по рынку.

В нефтегазовом секторе наблюдалось восстановление в длинных бумагах Газпрома, подорожавших по итогам дня на 1.3-1.4 п.п. Рост почти на «фигуру» был также отмечен в долгосрочных евробондах Лукойла и ТНК-ВР. Во втором эшелоне мы увидели резкий скачок цен на евробонды Вымпелкома: котировки на дальнем конце кривой выросли на 1.4-4 п.п. В банковском секторе инвесторы активно покупали евробонды Газпромбанка (+0.7-1.2 п.п.), Сбербанка (+2.3-2.6 п.п.) и ВТБ (+1.5-2.5 п.п.).

Суверенный сегмент сумел накануне полностью отыграть понесенные во вторник потери. Так, индикативный выпуск **Russia 30** (оборот USD87 млн.) подорожал на 90 бп до 112.10% от номинала, а спред **Russia 30–UST10** сузился сразу на 20 бп до 245 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: рынки продолжают начатый накануне рост; дорогая нефть может поддержать российские активы; ждем роста котировок на открытии

Предпринятая рынком в среду попытка роста, завершившаяся успехом, может быть повторена и сегодня. Азиатские индексы растут, отыгрывая опубликованную накануне статистику по США (**Nikkei 225** прибавляет около 1.5%). Фьючерс на **S&P 500** торгуется в небольшом минусе (-0.2%). Между тем отсутствие резко-негативных новостей и находящиеся на повышенных уровнях цены на нефть (стоимость барреля Brent приближается с утра к USD103) могут оказать поддержку российскому рынку. Мы полагаем, что котировки российских еврооблигаций могут подрасти в начале торгов четверга.

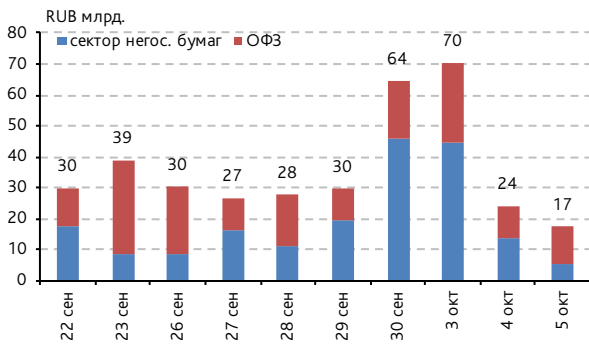
Из ожидаемых сегодня событий следует отметить, прежде всего, заседание ЕЦБ, а также аукцион по госбумагам Испании. Ближе к концу торгов влияние на рынок могут оказать данные по первичным заявкам на пособие по безработице в США.



Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Внутренний рынок и рублевые облигации

Обороты торгов



суммарно в основном режиме торгов и РПС

Дюрация торгов

| | |
|-----------------|-------|
| от 0 до 1 года | 11.6% |
| от 1 до 1.5 лет | 10.0% |
| от 1.5 до 2 лет | 3.5% |
| от 2 до 3 лет | 13.2% |
| от 3 до 5 лет | 48.7% |
| > 5 лет | 13.0% |

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

| | YTM | Dur |
|-------------------|-------|-----|
| ОФЗ (<2.5 лет) | 7.69% | 2.0 |
| ОФЗ (2.5-4.5 лет) | 8.25% | 3.5 |
| ОФЗ (>4.5 лет) | 8.48% | 6.5 |
| Банки | 8.58% | 1.5 |
| Корп 1 эшелон | 8.15% | 2.5 |
| Корп 2 эшелон | 9.33% | 2.0 |

Отскок на внешних рынках и рост стоимости нефти привели к положительной динамике в рублевом долге; наибольший интерес был проявлен к долгосрочным ОФЗ – котировки подросли на 60 бп

Случившийся накануне отскок на глобальных рынках, вылившийся в том числе и в рост спроса на рискованные активы и нефть, поддержали рублевый рынок долга. Активность инвесторов, тем не менее, продолжила снижаться. Торговый оборот в целом по рынку составил RUB17 млрд., из которых на сегмент госбумаг пришлось RUB12 млрд.

Основные покупки сосредоточились в среду на дальнем конце суверенной кривой, который в последнее время, собственно, и наиболее подвержен ценовым колебаниям на фоне сверхвысокой волатильности. Так, котировки **ОФЗ 26203** и **26204** поднялись на 60 бп. Рост стоимости более коротких бумаг был менее заметным – **ОФЗ 25077** и **25078** подорожали лишь на 15 и 25 бп соответственно.

В корпоративном сегменте наиболее активно шли торги в бумагах **ФСК ЕЭС-19** и **13**. Торговые обороты по ним составили в совокупности около RUB1 млрд. Облигации выросли в цене на 2.5 и 5 п.п. соответственно.

Номос-Банк планирует разместить RUB5 млрд. облигаций; предложенные ориентиры считаем непривлекательными в текущих рыночных условиях

Вчера Номос-Банк озвучил намерения разместить биржевые облигации 2-й серии на сумму RUB5 млрд. По 3-летним бумагам предполагается оферта через 1.5 года. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 8.00-8.75%, или YTP 8.16-8.94%. Размещение облигаций планируется провести в ходе конкурса по ставке первого купона на третьей неделе октября.

В текущих рыночных условиях предложение мы считаем неинтересным. Несмотря на то, что бумаги соответствуют требованиям включения в ломбардный список, озвученные параметры по доходности не предполагают существенной премии за негативную рыночную конъюнктуру, а обращающиеся бумаги Номос-Банка, как и облигации других частных банков, на данный момент не отличаются высокой ликвидностью. Так, доходность по бондам **Номос-Банк-12** вчера на торгах составила YTP 8.79-9.04% к оферте в августе 2013 г., а более короткие выпуски торговались по YTP 7.9-8.3% на диапазоне до года при незначительных объемах сделок.

Алексей Тодоров
+7 495 647-23-62
aleksey.todorov@trust.ru

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru



Денежный рынок

События денежного рынка

| | |
|--------|---|
| 6 окт | Аукцион Фонда ЖКХ (RUB2 млрд., 34 дня) |
| 12 окт | Возврат Минфину RUB95 млрд. с депозитов (аукцион 19 сентября) |
| 12 окт | Возврат Минфину RUB19.3 млрд. с депозитов (аукцион 15 марта) |
| 12 окт | Аукцион ОФЗ 26205 в объеме RUB10 млрд. |
| 14 окт | Погашение ОБР-20 |
| 17 окт | Уплата страховых взносов за сентябрь |

RUB МБК o/n intraday

| | откр. | мин. | макс. | закр. |
|----------|-----------|------|-------|-----------|
| 1-й круг | 4.25/4.75 | 4.00 | 4.50 | 3.50/4.00 |
| 2-й круг | 4.50/5.00 | 4.00 | 5.00 | 3.75/4.25 |

Динамика внутри дня (1-й круг)

| УТРО | ДЕНЬ | ВЕЧЕР |
|-----------|-----------|-----------|
| 4.25-4.75 | 4.00-4.50 | 3.50-4.25 |

Ликвидность продолжила снижаться; ликвидная позиция банков существенно не изменилась из-за пониженного привлечения в рамках РЕПО с ЦБ; в ставках money market ощущается локальный спад напряженности

В среду сокращение ликвидности продолжилось: суммарная величина остатков на корсчетах и депозитов снизилась на RUB33.7 млрд. (до RUB844.4 млрд.). Снижение чистой ликвидной позиции было менее значительным (на RUB6.1 млрд. до -RUB310.3 млрд.), что связано с уменьшением обязательств по инструментам рефинансирования ЦБ. Так, в ходе вчерашних сессий аукционного РЕПО с регулятором банки привлекли RUB87.2 млрд. против RUB113.1 млрд. днем ранее.

В целом на рынке краткосрочных ставок ощущается некоторый спад напряженности: фондирование на рынке междилерского РЕПО, являющегося, пожалуй, наиболее доступным источником привлечения краткосрочной ликвидности для кредитных организаций, в среду продолжило дешеветь. Однодневное привлечение под залог ОФЗ и облигаций 1-го эшелона в среднем стоило 5.05-5.15%, подешевев на 10-15 бп относительно вторника.

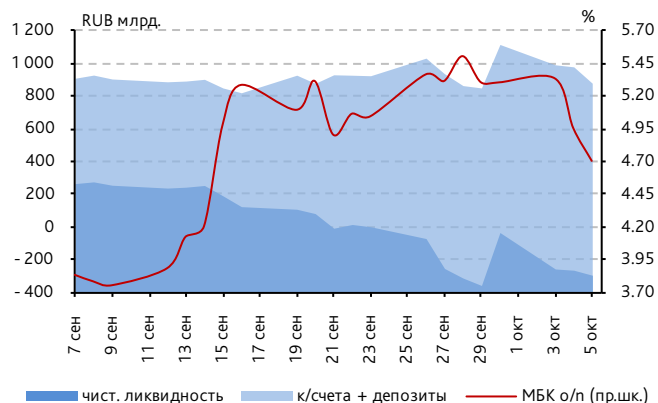
Фондирование на рынке МБК срочностью 1 день для банков первого круга вчера на конец дня стоило 3.5-4.25%, оставшись примерно на уровнях вторника.

ЦБ вчера сообщил объем интервенций на валютном рынке во вторник – вопреки нашим предположениям, верхняя граница диапазона по бивалютной корзине позавчера осталась на уровне RUB37.60; по итогам вчерашних торгов коридор по корзине составляет RUB32.65-37.65

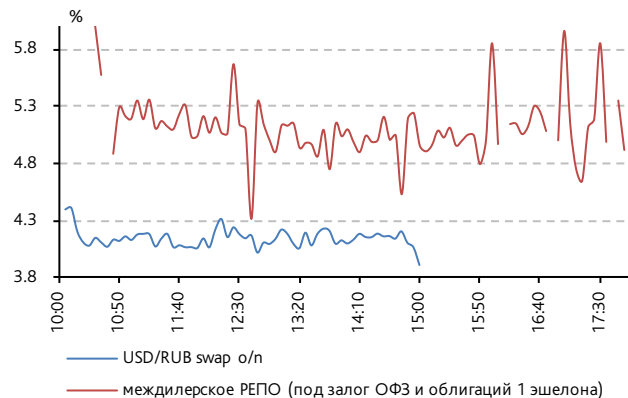
Ситуация на валютном рынке в среду оставалась достаточно напряженной, несмотря на положительную конъюнктуру внешних рынков. Бивалютная корзина внутри дня достаточно долго торговалась выше уровня RUB37.60, что позволяет с большей уверенностью говорить о текущем уровне верхней границы пятирублевого операционного интервала ЦБ по бивалютной корзине в RUB37.65.

Наше предположение о 5-рублевом диапазоне ЦБ по корзине на уровне RUB32.65-37.65 оказалось ошибочным – несколько позже ЦБ сообщил об объеме интервенций на внутреннем валютном рынке во вторник. Они составили порядка RUB1.18 млрд., тогда как сдвиг коридора на 5 коп. осуществляется при накоплении интервенций в USD600 млн.

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Таким образом, позавчера имело место два сдвига коридора с установлением верхней границы диапазона колебания на цене RUB37.60. Исходя из озвученной ЦБ цифры, полноценный сдвиг во вторник (на 5 коп) имел место по итогам «штурма» рынком уровня RUB37.55. Ранее в тот же день ЦБ отдал уровень RUB37.50, накопив какую-то часть из необходимых для сдвига USD600 млн. в прошлые торговые сессии. Оставшаяся часть интервенций из суммарных USD1.18 млрд. как раз была накоплена регулятором при «защите» уровня RUB37.60, который по итогам вторника остался верхней границей коридора ЦБ по бивалютной корзине. По итогам торговой сессии в среду, как мы отметили выше, он составляет RUB37.65.



Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Кредитные комментарии

Металлоинвест опубликовал неплохую отчетность по МСФО за 1П 2011; совокупный долг существенно вырос, но его структура комфортна; евробонды выглядят перепроданными, однако восстановления котировок в ближайшее время не последует

*Вчера один из крупнейших игроков металлургической отрасли России – **Металлоинвест** – опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 1П 2011 г.*

КОММЕНТАРИЙ

Операционные показатели **Металлоинвеста** в 1П 2011 г. продемонстрировали ощутимый рост по сравнению с результатами годичной давности: выручка увеличилась почти на 50%, достигнув RUB147 млрд., а EBITDA – на 62% до RUB54 млрд. Такой рост объясняется как наращиванием производства основных видов продукции (железной руды – на 12%, окатышей – на 5.5%, горячебрикетированного железа – на 7.5%), так и положительной ценовой динамикой на сырьевых рынках. Рентабельность по EBITDA существенно увеличилась в 1П 2011 г. – до 37% (32% в 1П 2010 г.). Наиболее рентабельным для компании остается горнорудный сегмент бизнеса – его вклад в консолидированную EBITDA составил около 79%, для сравнения, в 1П 2010 г. на него приходилось менее 75%.

Операционный денежный поток также продемонстрировал внушительный рост до RUB50 млрд., а его величина существенно превысила объем необходимых капитальных затрат: так непосредственно капвложения компании за период не превысили RUB9 млрд. Однако важно, что в 1П 2011 г. **Металлоинвест** приобрел у своего основного владельца 4%-ый пакет акций Норильского никеля, затратив на него USD2.2 млрд. Это вложение классифицируется компанией как инвестиция для продажи. По всей видимости, этот пакет еще длительное время будет находиться на ее балансе и использоваться основным бенефициаром **Металлоинвеста**, Алишером Усмановым, в акционерном противостоянии внутри Норильского Никеля. В этой связи для наглядности мы отразили затраты на выкуп акций у акционера в строке «капвложения и M&A».

ТАБЛИЦА КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МЕТАЛЛОИНВЕСТА

| МСФО, RUB млрд. | 1П 2010 | 2010 | 1П 2011 | 2К11/1К11 | 1П11/1П10 |
|---------------------------------|---------|------|---------|-----------|-----------|
| Выручка | 100 | 220 | 147 | 8% | 47% |
| ЕБИТДА | 33 | 76 | 54 | -21% | 62% |
| Чистая прибыль | 16 | 36 | 28 | -49% | 80% |
| Чистый операц. денежный поток | 28 | 48 | 50 | 67% | 78% |
| Капвложения и M&A* | 5.1 | 14 | 69 | > 500% | > 500% |
| Свободный денежный поток | 23 | 35 | 42 | 104% | 80% |
| Совокупный долг, в т.ч. | н.д. | 126 | 173 | 46% | |
| краткосрочный долг | н.д. | 41 | 47 | 5% | |
| Денежные средства и эквиваленты | н.д. | 4.6 | 11 | 7% | |
| Активы | н.д. | 250 | 319 | 22% | |
| Показатели | | | | | |
| ЕБИТДА margin | 33% | 34% | 37% | | |
| ЕБИТДА/проценты | 7.2 | 6.3 | 9.5 | | |
| Долг/ЕБИТДА** | н.д. | 1.7 | 1.8 | | |
| Чистый долг/ЕБИТДА** | н.д. | 1.6 | 1.7 | | |
| Долг/Собственный капитал | н.д. | 1.6 | 1.7 | | |

* строка «капвложения и M&A» в 2011 г. включает в себя расходы по покупке 4% акций Норникеля

** значение ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Должны признать, что финансовая инвестиция в виде пакета акций Норникеля с точки зрения влияния на кредитный профиль компании нам не очень импонирует:

- Во-первых, данной инвестицией **Металлоинвест** прилично снизил свою подушку ликвидности, на которую мог бы опереться в стресс-сценарии.
- Во-вторых, данный пакет – непрофильный актив: это не акции компании-конкурента и даже не первый шаг к M&A сделке, которая могла бы операционно повлиять на бизнес компании. Более того, по нашим ощущениям, это даже не финансовая инвестиция с целью заработать, а тактическая, предназначенная исключительно для участия бенефициара **Металлоинвеста** в акционерном конфликте в стороннем по отношению к эмитенту бизнесе.

| Металлоинвест | Ва3/NR/BB- |
|----------------------|------------|
| <i>МСФО, 1П 2011</i> | |
| Выручка, RUB млн. | 147 |
| ЕБИТДА margin | 37% |
| Долг/ЕБИТДА | 1.8 |

- В-третьих, учитывая развитие ситуации вокруг Норникеля, к сожалению, мы не можем исключать, что владелец Металлоинвеста продолжит выкуп акций никелевого гиганта на баланс металлурга, ослабляя его финансовую гибкость.
- Наконец, в-четвертых, финансовая волатильность на рынках во 2П 2011 г. принесет компании вполне очевидные материальные убытки от владения пакетом акций. С момента покупки в мае-июне 2011 г. капитализация Норникеля упала более чем на 1/3 и, отрицательная переоценка обесценила инвестицию почти на USD800 млн. на сегодняшний момент; не исключено, что по итогам 2011 г. убыток будет еще выше. Хотя указанные потери никоим образом не влияют на операционные денежные потоки Металлоинвеста и в саму отчетность за 1П 2011 г. не попали, вряд ли такое распоряжение деньгами будет позитивно воспринято долговыми инвесторами.

Отметим, что компания ожидает позитивной динамики основных производственных и финансовых результатов в 3К текущего года благодаря долгосрочным контрактам с ММК и НЛМК и позитивной ценовой конъюнктуре на внутреннем рынке металлургического сырья.

Совокупный долг Металлоинвеста вырос за последние 6 месяцев на RUB47 млрд., однако структура кредитного портфеля изменилась в положительную сторону. Теперь около 27% долга приходится на краткосрочные кредиты и займы (33% – в конце 2010 г.). Учитывая не слишком высокие инвестиционные аппетиты Металлоинвеста и его высокую способность генерировать положительный свободный денежный поток, мы не сомневаемся, что большую часть инвестпрограммы компания сможет профинансировать из собственных средств, не прибегая к новым заимствованиям.

В примечаниях к отчетности Металлоинвеста также указано, что в августе 2011 г. компания приобрела пакет собственных еврооблигаций номинальным объемом USD30 млн. по цене ниже номинала. Котировки долговых бумаг компании уже упали ниже 80% от номинала, поэтому можно с определенной уверенностью говорить, что Металлоинвест может продолжить скупать евробонды с рынка, получая ощутимую экономию по ставке.

Следует отметить, что публичная кредитная история Металлоинвеста началась совсем недавно – в июле 2011 г. – и сразу с выпуска еврооблигаций. По степени расшифровки финансовой информации и раскрытия прочих фактов Металлоинвест еще заметно отстает от конкурентов по сегменту metals&mining. Именно с этим фактом мы склонны связывать то, что, несмотря на бодрое начало на вторичных торгах выше номинала летом, в период волатильности евробонд эмитента показывает динамику «хуже рынка» и перепродан сильнее всего относительно конкурентов. Так, например, при сопоставимых с Алросой рейтингах премия **Metalloinvest 16** к кривой алмазодобытчика уже превышает 350 бп; премия к более слабому по рейтингам Евразу составляет 170-180 бп.

Если для компании выкуп собственных бондов с рынка может стать оправданной стратегией, то для инвестора в еврооблигации развивающихся рынков бумаги Металлоинвеста могут оказаться слишком рискованным вложением из-за своей сравнительно длинной дюрации и высокой подверженности внешнему новостному фону. С фундаментальной точки зрения, кредитное качество компании и рейтинги категории double-B сильно диссонируют с доходностью в 12.2% по 5-летним еврооблигациям компании. Но повальное неприятие рисков, помноженное на сложности с ликвидностью у большей части европейских институциональных инвесторов, рискует уронить котировки Металлоинвеста и значительной части средне- и долгосрочных еврооблигаций еще больше. Мы думаем, что до покупки обязательств компании на волне разворота рынков еще далеко.

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru



Fitch ждет позитивного эффекта от режима «60-66» для нефтяных компаний; в самом большом выигрыше – Лукойл и ТНК-ВР; неожиданно двойную выгоду получает Татнефть; рублевые бонды Татнефти сейчас не дешевы, а вот короткий евробонд TNK 12 – отличный защитный актив на период нестабильности

Вчера рейтинговое агентство Fitch выпустило отчет, посвященный влиянию режима «60-66» на российские нефтяные компании в краткосрочной перспективе.

КОММЕНТАРИЙ

Агентство приходит к выводу, что новый налоговый режим будет иметь позитивное влияние на большинство российских нефтедобывающих и интегрированных нефтяных компаний, рейтингуемых агентством (среди эмитентов облигаций Fitch не присваивает рейтинг Газпромнефти и Башнефти). По мнению агентства, чистый положительный эффект новой системы налогообложения для Лукойла и ТНК-ВР обусловлен тем, что преимущества более благоприятного режима по экспортным пошлинам на нефть, скорее всего, перевесят его негативные последствия для нефтеперерабатывающего сегмента.

Мы солидарны с мнением Fitch и считаем, что изменения в налоговой системе окажут также умеренно позитивное влияние на финансовые показатели и денежные потоки Газпром нефти и Альянс Ойл.

Влияние нового налогового режима на других эмитентов облигаций – Башнефть и Татнефть – не столь однозначное. Из-за существующей (в случае Башнефти) или будущей (в случае Татнефти) высокой доли продаж темных нефтепродуктов в выручке, компании несут потери от введения нового налогового режима. Но, как сообщает РБК daily, Минфин позавчера определил основные параметры компенсации выпадающих доходов для этих компаний. Компенсация для Татнефти по НДС составит RUB38-56 млрд. руб. (порядка USD1.3-2.0 млрд. долл.) в год начиная с 2012-2014 гг. Для Башнефти компенсациякратно меньше: всего RUB3-4 млрд. (около USD130 млн.) в год на тот же 3-летний период.

Напомним, что ранее Башнефть оценивала потери от введения нового налогового режима в USD150-200 млн. в год, а чиновники говорили о сумме компенсации порядка USD150 млн. в год. Несмотря на то, что финальные цифры оказались несколько ниже прогнозируемых, заметного влияния на финансовые показатели компании эта разница не окажет; таким образом, данное влияние на кредитное качество Башнефти мы склонны считать нейтральным.

Относительно Татнефти ранее деловые СМИ писали, что возможен полный отказ государства от помощи. Однако, как мы и предполагали (см. более подробно [«Навигатор долговых рынков»](#) от 15.07.2011), такой сценарий не реализовался. Более того, государство предоставило компании льготы, которые составляют 47-70% от показателя EBITDA Татнефти за 2010 г., что является позитивным фактором для кредитоспособности компании. В первом приближении такой размер компенсаций кажется очень щедрым. Однако вполне возможно, что эти льготы включают в себя также поддержку нефтеперерабатывающей компании ТАИФ.

Компания ТАИФ владеет НПЗ в Татарстане и закупает сырую нефть у Татнефти. Вероятно, государство может предоставить Татнефти льготы по НДС, а Татнефть, в свою очередь, будет продавать нефть ТАИФ по сниженной цене. Ранее чиновники оценивали потери ТАИФ в RUB37 млрд. за 4 года, то есть примерно в USD320 млн. в год. Но даже в таком случае поддержка, оказываемая самой Татнефти, составляет 36-55% от годовой EBITDA компании. Напомним, что льготы для Татнефти обусловлены строительством компанией нефтеперерабатывающего завода ТАНЕКО, срок окупаемости которого значительно возрастает при введении нового налогового режима. При этом при сохранении нынешней структуры выручки дополнительная выгода Татнефти (не связанная с государственной поддержкой) от введения нового налогового режима составляет USD550 млн. в год или около 17% EBITDA. Этот сумма преимущественно включает в себя эффект от экспорта сырой нефти по сниженным пошлинам.

Таким образом, новый налоговый режим окажет позитивное влияние на кредитоспособность всех российских эмитентов облигаций за исключением, возможно, Башнефти, а также поддержит финансовые показатели компаний в условиях увеличения базовой ставки НДС с RUB419 до RUB446 за тонну с 1 января 2012 г.

Мы считаем, что интересных и адекватных текущему состоянию рынков идей в рублевых облигациях нефтяных компаний в общем-то нет. Активы, которые могли бы подпасть под категорию защитных, в большинстве случаев торгуются заметно выше номинала при дюрации от 0.8 до 1.2 лет. Так, например, фактически однолетние выпуски Башнефти оценены рынком выше 103% от номинала. 2-летние облигации Татнефти торгуются ниже 98% от номинала, но, очень вероятно, что доходность по ним можем вырасти с текущих 8.7%, благо, что ситуация на рынках и срок обращения это позволяют.

Из еврооблигационных выпусков нам нравится, пожалуй, только короткий защитный **TNK 12**, погашаемый в мае 2012 г. Войти в него можно на уровне 101% от номинала, но даже в случае роста распродаж на рынках EM, он не принесет своим владельцам отрицательной переоценки.

Леонид Игнатьев
+7 495 647-23-60
leonid.ignatiev@trust.ru

Петр Макаров
+7 495 789-36-09
petr.makarov@trust.ru



Рейтинг ОТП Банка от Moody's поставлен на пересмотр с возможностью понижения в связи с аналогичным действием по рейтингу материнской группы; умеренно негативно для кредитного профиля банка; рублевые облигации неинтересны

Агентство Moody's вчера поместило на пересмотр рейтинг ОТП Банка с возможностью понижения. Основной причиной аналитики называют помещение на пересмотр рейтинга материнского венгерского банка в связи с возможным ухудшением его кредитных метрик. Также агентство опасается, что российский рынок банковских услуг может потерять стратегическую привлекательность для группы.

КОММЕНТАРИЙ

Действие агентства мы считаем вполне обоснованным: возможное снижение рейтинга материнского банка окажет негативный эффект на кредитное качество российского ОТП Банка, для которого фактор поддержки со стороны акционеров играет существенную роль. В то же время мы отмечаем, что российский банк является одним из наиболее прибыльных активов группы, а потому мы не склонны рассчитывать на возможное сворачивание деятельности банка в РФ в краткосрочной перспективе.

Заметим, что российский ОТП Банк существенно зависит от материнской группы как в отношении обеспеченности капиталом, так и с позиции структуры фондирования. По данным отчетности дочернего банка по МСФО за 2010 г., объем обязательств перед материнской группой превысил 23% от всех заемных средств. Вдобавок, венгерская группа последовательно поддерживает российскую дочку, предоставляя дополнительный капитал.

В то же время рынок банковских услуг РФ привлекателен для венгерской группы, поскольку российский банк является одним из наиболее ее прибыльных активов. Так, согласно данным внутренней отчетности, показатель рентабельности российского подразделения в 1П 2011 г. (32.5%) практически в 2.5 раза превысил результат всей группы, а его вклад в консолидированную чистую прибыль превысил 20% при доле активов в 6% от валюты баланса всей группы.

На данный момент рублевые бонды ОТП Банка неликвидны и едва ли могут представлять интерес для инвесторов.

Юлия Сафарбакова
+7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru



| ОТП Банк | Ва1/NR/BB |
|----------------------|-----------|
| <i>PCBY, 8M 2011</i> | |
| Кредиты, RUB млрд. | 86.8 |
| NPLs (+1 дней) | 11.1% |
| H1 | 17.8% |

Газпромбанк может конвертировать субординированный долг от ВЭБа в акционерный капитал и тем самым получит формальный статус государственного банка; нейтрально для бондов банка

По сведениям Коммерсанта, Газпромбанк на собрании акционеров утвердил решение о допэмиссии акций. При этом в устав внесены изменения, позволяющие оперативно конвертировать субординированный долг от Внешэкономбанка и НПФ «Газфонд» в выпущенные акции. Окончательного решения о конвертации кредита еще не принято.

КОММЕНТАРИЙ

Новость мы считаем умеренно позитивной для Газпромбанка, поскольку получение официального статуса государственного банка может отразиться повышением рейтингов, а конвертация субординированного кредита позволит увеличить уровень достаточности капитала 1-го уровня.

Напомним, что по итогам 2010 г. по МСФО показатель совокупной достаточности капитала банка составил 16.8%, а уровень обеспеченности капиталом 1-го уровня – только 10.6%. Уровень является комфортным для отрасли, тем не менее, увеличение объема капитала 1-го уровня обеспечит потенциал для дальнейшего роста масштабов бизнеса банка. Напомним, что по данным РСБУ за 8М 2011 г. кредитный портфель вырос на 14% до RUB1.16 млрд., а уровень достаточности капитала Н1 составил комфортные 14.8% на 01.07.2011 г.

В то же время мы едва ли ожидаем существенной реакции в долговых бумагах банка. Газпромбанк исторически воспринимается инвесторами как квазисуверенный банк, и фактор государственной поддержки уже заложен в котировках его облигаций.

На данный момент наиболее ликвидные евробонды с погашением в 2014 и 2015 гг. предлагают премию к кривой бумаг Сбербанка не более 50-60 бп. Текущий уровень спреда мы считаем вполне справедливыми, и полагаем, что движение котировок евробондов Газпромбанка будет продиктовано преимущественно рыночной конъюнктурой.



Юлия Сафарбакова
 +7 495 647-23-59
yulia.safarbakova@trust.ru

| Газпромбанк | | Baa3/BB+/NR |
|--------------------|--|-------------|
| <i>МСФО, 2010</i> | | |
| Кредиты, RUB трлн. | | 1.1 |
| NPLs (+90 дней) | | 2.1% |
| NIM | | 2.3% |

Календарь по рублевым облигациям

| Последние размещения | | | | | |
|----------------------|----------------------|-----------|--------|------|--------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. | Купон | Срок | YTW |
| 4 окт | ВЭБ-10 | 15.0 | 8.50% | 5* | 8.68% |
| 3 окт | АТЭК-2 | 0.3 | 11.00% | 1 | 11.29% |
| 29 сен | ВостЭкспресс-26о | 2.0 | 10.50% | 1* | 10.77% |
| 21 сен | ВТБ 24-ЗИП-Б | 1.7 | 3.00% | 32 | 3.03% |
| 21 сен | ВТБ 24-ЗИП-А | 3.3 | 9.00% | 32 | 9.31% |
| 14 сен | ЮниКредит Банк-1ИП | 5.0 | 8.20% | 5 | 8.37% |
| 31 авг | ТрансФин-М-136о | 0.5 | 8.50% | 3 | 8.68% |
| 31 авг | ТрансФин-М-126о | 0.5 | 8.50% | 3 | 8.68% |
| 29 авг | ТрансФин-М-15 | 1.0 | 8.50% | 5* | 8.68% |
| 29 авг | Медведь-Финанс-2 | 1.0 | 12.50% | 1* | 13.08% |
| 17 авг | Держава АКБ-1 | 0.3 | 10.25% | 1* | 10.50% |
| 5 авг | РенессансКапитал-36о | 3.0 | 9.90% | 2* | 10.14% |
| 3 авг | Абсолют Банк-5 | 1.8 | 8.00% | 3* | 8.16% |
| 2 авг | ОТП Банк-16о | 5.0 | 7.95% | 3 | 8.11% |
| 2 авг | Мираторг Финанс-16о | 3.0 | 8.75% | 3* | 8.94% |
| 2 авг | МеталлургКомБанк-16о | 1.5 | 8.70% | 2* | 8.89% |
| 1 авг | Глобэкс КБ-66о | 2.0 | 6.95% | 1* | 7.07% |
| 1 авг | Глобэкс КБ-46о | 3.0 | 6.95% | 1* | 7.07% |

| Ближайшие выпуски | | | | |
|-------------------|---------------------|-----------|-------|------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. | Купон | Срок |
| 7 окт | Платежные системы-1 | 0.35 | н.д. | 5 |

| Ближайшие оферты | | | | | |
|------------------|--------------------------|-----------|--------|------------|------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. | Купон | Нов. купон | Срок |
| 7 окт | РСХБ-04 | 10.0 | 11.50% | 7.50% | 2* |
| 7 окт | Фармпрепарат | 0.0 | 12.00% | 12.00% | 1* |
| 8 окт | ИнвестТоргБанк-4 | 1.5 | 9.50% | 9.00% | 1 |
| 13 окт | Банк Санкт-Петербург-16о | 5.0 | 8.10% | 8.25% | 1* |
| 14 окт | Новопластуновское | 0.0 | 12.00% | 12.00% | 1* |
| 18 окт | Тензор-16о | 0.3 | 12.00% | 12.00% | 1* |
| 19 окт | МКБ-8 | 3.0 | 9.70% | 9.00% | 1* |
| 19 окт | РосТелеком-13 | 2.0 | 11.00% | н.д. | 1 |
| 24 окт | ХКФ Банк-5 | 4.0 | 8.15% | н.д. | 2 |
| 25 окт | МБРР-3 | 3.0 | 7.25% | н.д. | 2 |
| 28 окт | БИН Банк-2 | 1.0 | 8.85% | 8.85% | 1* |
| 3 ноя | ЕАБР 3 | 5.0 | 10.50% | н.д. | 5 |
| 3 ноя | Югинвестрегион | 0.9 | 13.75% | н.д. | 4 |
| 11 ноя | Мечел-016о | 5.0 | 12.50% | н.д. | 1 |
| 16 ноя | ВнешПромБанк | 1.5 | 9.00% | н.д. | 1 |
| 21 ноя | ПеноПлэкс-2 | 2.5 | 14.00% | 14.00% | 3 |
| 23 ноя | Разгуляй Фин.-4 | 3.0 | 0.00% | н.д. | 2 |
| 28 ноя | РЖД-12 | 15.0 | 14.90% | н.д. | 8 |

| Ближайшие погашения | | |
|---------------------|------------------------|-----------|
| Дата | Выпуск | RUB млрд. |
| 6 окт | ФСК ЕЭС-04 | 6.0 |
| 10 окт | Газпромбанк-3 | 10.0 |
| 11 окт | Красноярск-11 | 0.0 |
| 12 окт | ХКФ Банк-4 | 3.0 |
| 18 окт | МДМ Банк-05 | 3.0 |
| 18 окт | ПромТрактор-2 | 3.0 |
| 19 окт | Белгородская Обл-4 | 1.0 |
| 20 окт | Нижегородская Обл-3 | 0.8 |
| 20 окт | Группа Джей Эф Си | 2.0 |
| 21 окт | ПАВА-2 | 1.0 |
| 25 окт | АК БАРС Банк-3 | 3.0 |
| 26 окт | Иркутская Обл-315 | 0.3 |
| 27 окт | Газпром-08 | 5.0 |
| 27 окт | РФЦ Лизинг | 0.0 |
| 31 окт | Ханты-МансийскийБанк-1 | 3.0 |
| 2 ноя | Протек | 5.0 |
| 4 ноя | Терна-2 | 1.5 |
| 4 ноя | РФА Инвест-1 | 0.6 |

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

| Последние размещения | | | | | |
|----------------------|-----------------------|--------|-------------|--------|------|
| Дата | Выпуск | Валюта | Объем, млн. | Купон | Срок |
| 2 авг | Moscow Credit Bank 14 | USD | 200 | 8.25% | 3 |
| 21 июл | SeverStal 16 | USD | 500 | 6.25% | 5 |
| 18 июл | Metalloinvest 16 | USD | 750 | 6.50% | 5 |
| 13 июл | Oschad 16N | USD | 200 | 8.25% | 5 |
| 12 июл | Agroton 14 | USD | 50 | 12.50% | 3 |
| 4 июл | Kyiv 16 | USD | 300 | 9.38% | 5 |
| 28 июн | VimpelCom 14F | USD | 200 | 4.25% | 3 |
| 24 июн | VimpelCom 17 | USD | 500 | 6.25% | 6 |
| 24 июн | VimpelCom 22 | USD | 1500 | 7.50% | 11 |
| 21 июн | VTB 13CN | CNY | 1000 | 2.95% | 3 |

| Ближайшие погашения | | | |
|---------------------|-------------------|--------|-------------|
| Дата | Выпуск | Валюта | Объем, млн. |
| 6 окт | ProdimeX 11 | USD | 100 |
| 12 окт | Moscow 11E | EUR | 374 |
| 12 окт | VTB 11 | USD | 450 |
| 17 окт | NurBank 11 | USD | 150 |
| 20 окт | Promsvyazbank 11 | USD | 225 |
| 22 окт | VimpelCom 11 | USD | 300 |
| 4 ноя | InterGaz 11 | USD | 250 |
| 10 ноя | AIZK 11R | RUB | 1040 |
| 14 ноя | SberBank 11 | USD | 750 |
| 16 ноя | Astana Finance 11 | USD | 175 |

Руководитель инвестблока

Игорь Потапов

+7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель дирекции

Леонид Игнатьев

+7 495 647-23-60

leonid.ignatiev@trust.ru

Руководитель дирекции

Дмитрий Игумнов

+7 495 647-25-98

dmitry.igumnov@trust.ru

Макроэкономика и стратегия

Роман Дзугаев

+7 495 647-23-64

roman.dzugaev@trust.ru

Алексей Тодоров

+7 495 647-23-62

aleksey.todorov@trust.ru

Торговые операции

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@trust.ru

Кредитный анализ

Юлия Сафарбакова

+7 495 647-23-59

yulia.safarbakova@trust.ru

Дмитрий Турмышев

+7 495 647-25-89

dmitry.turmyshev@trust.ru

Петр Макаров

+7 495 789-36-09

petr.makarov@trust.ru

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Олеся Курбатова

+7 495 647-25-90

olesya.kurbatova@trust.ru

Артем Петросьян

+7 495 647-25-67

petrosyan.artem@trust.ru

Яна Шнайдер

+7 495 647-25-74

yana.shnayder@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 контрагентом Банка в США и предназначается только для тех 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 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 контрагентом 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 ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженным 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.