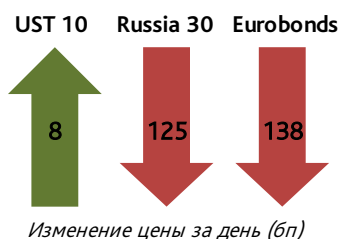


Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

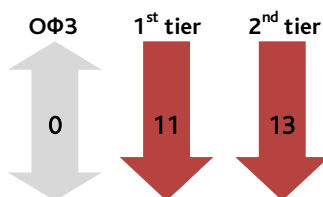
- 🕒 **Fitch** на одну ступень повысил рейтинг **Казахстана** (Baa2/BBB+/BBB), прогноз «позитивный»; не видим причин для роста казахстанских корпоративных евробондов на фоне крайне негативного внешнего фона
- 🕒 **Итоги торгов по еврооблигациям:** долговые проблемы **Европы** и **США** увели котировки в минус; основные продажи пришлись на длинные ликвидные выпуски **Газпрома**, **Северстали** и **Вымпелкома**; **Russia 30** подешевел на 1.3 п.п.
- 🕒 **Открытие торгов по еврооблигациям:** нестабильный внешний фон продолжает довлеть над рисковыми активами; нефть торгуется чуть выше вчерашнего закрытия, но торги вновь рискуют начаться со снижения котировок
- 🕒 «Суперкомитет» в **США** объявил о провале переговоров по сокращению бюджетных расходов; реакция рейтинговых агентств: **S&P** подчеркнуло оправданность снижения рейтинга до «AA+», **Fitch** завершит пересмотр рейтинга до конца ноября с вероятным ухудшением прогноза, **Moody's** сочло событие нерелевантным для рейтинга
- 🕒 **РФ** намерена 25 ноября подписать с **Беларусью** новое соглашение о поставках газа, включающее продажу оставшихся 50% **Белтрансгаза** за USD2.5 млрд.; 28 ноября ждем решения о выделении Минску транша на USD445 млн. из Антикризисного фонда **ЕврАзЭС**; в текущих условиях опережающей динамики от суверенных евробондов Беларуси не ждем



Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- 🕒 Без выраженных настроений на рублевом рынке; **ОФЗ 26206** дает положительную премию к **ОФЗ 26205** и выглядит привлекательно относительно уровней NDF, но внешний фон и период налоговых расчетов не способствуют интересу к длине
- 🕒 **Татфондбанк** планирует разместить облигации с годовой офертой; бумаги представляют интерес в качестве актива до погашения
- 🕒 Расчеты по **НДС** прошли с минимальным влиянием на ликвидность и ставки денежного рынка; **Москва** возобновит размещение временно свободных денежных средств бюджета на депозиты банков, объявленным критериям соответствуют 10 кредитных организаций

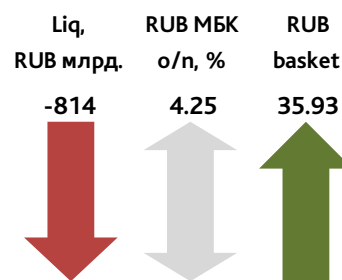


Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- 🕒 **МТС** опубликовала неплохую отчетность по US GAAP за 9М 2011; рентабельность по EBITDA в России практически не ухудшилась; долговая нагрузка стабильна; дисконт еврооблигаций МТС к кривой **Вымпелкома** уже слишком велик; вероятно, длинные евробонды **Вымпелкома** будут под давлением еще продолжительное время
- 🕒 **Стройтрансгаз:** акционерная поддержка и короткая дюрация бондов против высокого долга и низкой прозрачности; доходность выше 13% неплохая компенсация за кредитные риски компании; хорошие поводы для инвестиции до погашения
- 🕒 **Акрон** продал свою долю в **Апатите** компании **Фосагро**; конфликт с норвежской Yara исчерпан; сделка не предусматривает выплаты денежных средств; рублевые облигации компании неликвидны
- 🕒 **Мрия** публикует отдельные цифры отчетности по МСФО за 9М 2011; погодные условия способствовали росту операционных показателей; наиболее важны комментарии менеджмента; облигации неинтересны

Индикаторы FX/ММ



Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- 🕒 По заявлениям **Министерства финансов**, налоговая политика в среднесрочной перспективе останется без изменений; **Минэкономразвития** прорабатывает вариант замены **НДС** налогом с продаж

Макроцифра

RUB1.2 трлн. – задолженность по налогам на 1 ноября 2011

Последние обзоры

- 17 ноября Uranium One: второй эшелон по цене первого
- 16 ноября Группа ГАЗ: противоречивая отчетность за 1П 2011 и планы по выпуску евробондов
- 2 ноября Стратегия долговых рынков: ноябрь 2011 г.
- 1 ноября Совкомфлот: история с циклическим оттенком
- 27 октября Банковская система в сентябре: прибыль под давлением

Контакты и ссылки



+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

13:30	Переговоры премьер-министра Греции с главой Еврогруппы
17:30	ВВП США за 3К 2011 г. (вторая оценка)
18:00	Переговоры премьер-министра Италии с главой Европейского Совета
19:00	Индекс деловой активности в промышленности от ФРБ Ричмонда за ноябрь
22:00	Выступление главы ФРБ Миннеаполиса Н. Кочерлакоты
23:00	Протокол заседания ФРС от 1–2 ноября

Ключевые индикаторы

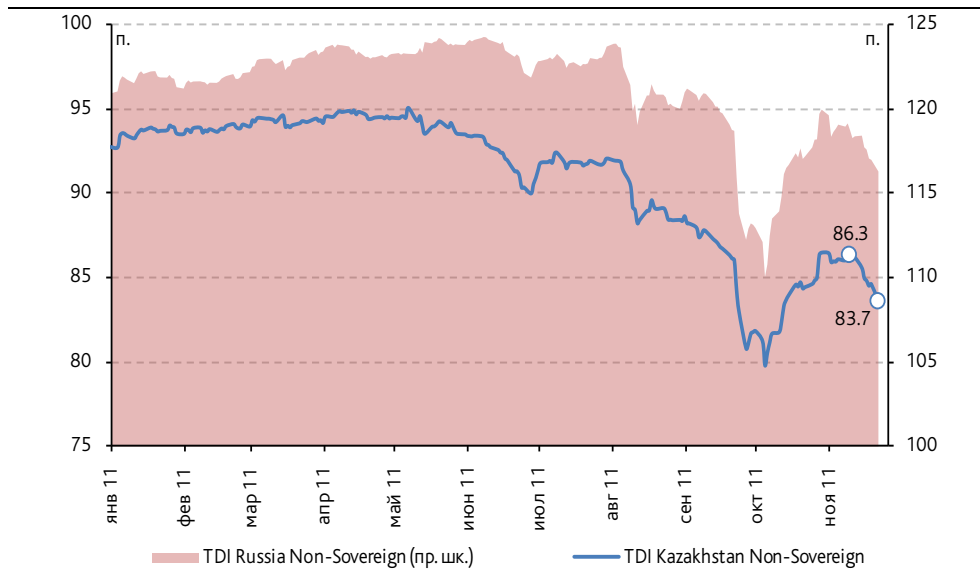
EMBI+ spread	▲	307	+16
UST10	◄	1.97	-0.01
Russia 30–UST 10	▲	264	+20
EUR/USD	▼	1.3494	-0.1%
Oil (Brent)	▼	107	-0.7%
VIX	▲	32.91	+0.91

Fitch на одну ступень повысил рейтинг Казахстана (Baa2/BBB+/BBB), прогноз «позитивный»; не видим причин для роста казахстанских корпоративных евробондов на фоне крайне негативного внешнего фона

Накануне агентство Fitch повысило суверенный рейтинг Казахстана на одну ступень – с «BBB-» до «BBB» с «позитивным» прогнозом. Как отметили в агентстве, причинами для повышения странового рейтинга стали сильные показатели бюджетной сферы, рост производства в нефтяном и горнодобывающих секторах, а также относительно повысившаяся устойчивость экономики страны к внешним шокам. Напомним, в начале ноября рейтинг Казахстана был повышен еще одним рейтинговым агентством, S&P (с «BBB» до «BBB+»), примерно с тем же обоснованием. Основными рисками оба агентства считают резкий спад внешнего спроса и падение цен на сырье.

Судя по динамике корпоративных и банковских евробондов казахстанских эмитентов (суверенных евробумаг у республики нет), повышение рейтинга от S&P не нашло отражения в рынке. С 9 ноября (страновой рейтинг был повышен днем ранее) ценовой индекс TDI Kazakhstan Non-Sovereign снизился на 2.6 п.п. (см. диаграмму).

ДИАГРАММА. ИНДЕКСЫ TDI NON-SOVEREIGN ДЛЯ КАЗАХСТАНА И РОССИИ, 2011



Источник: НБ «Траст»

Мы полагаем, что в условиях текущей крайне высокой волатильности на глобальных рынках, а также нового витка долговых проблем как в Европе, так и в США, казахстанские евробонды вряд ли покажут существенную реакцию на повышение рейтинга от Fitch. Низкая ликвидность в подавляющем большинстве корпоративных выпусков и наличие российских аналогов евробондов со схожими индикативными ценами также будут работать на нивелирование эффекта повышения рейтинга.

Итоги торгов по еврооблигациям: долговые проблемы Европы и США увели котировки в минус; основные продажи пришлись на длинные ликвидные выпуски Газпрома, Северстали и Вымпелкома; Russia 30 подешевел на 1.3 п.п.

Российские еврооблигации завершили первые торги недели существенным снижением котировок на фоне нарастающих долговых проблем в Европе, а также негативных ожиданий (позднее подтвердившихся) от итогов переговоров по сокращению дефицита госбюджета США. Под наибольшим давлением, как и в предыдущие периоды падения на рынке, оказались долгосрочные ликвидные выпуски отдельных

эмитентов, в частности Газпрома, Вымпелкома и Северстали. Торговый оборот в целом по рынку составил USD73 млн., причем основная его часть была почти поровну разделена между суверенным и корпоративным сегментами (USD35 млн. и USD33 млн. соответственно).

Длинные еврооблигации Газпрома стали лидерами падения в нефтегазовом секторе – котировки снизились на 1.2–1.7 п.п. Евробонды Лукойла, Новатэка и ТНК-ВР подешевели на 0.5–1 п.п. Во втором эшелоне заметное падение цен было отмечено в еврооблигациях Вымпелкома (–1.4–1.7 п.п.). Выпуски **SeverStal 16** и **SeverStal 17** снизились в цене на 1.5 п.п. В банковском секторе обороты были на пониженном уровне (USD5 млн. при среднегодовом значении в USD14 млн.). Евробонды Сбербанка подешевели на 0.4–0.7 п.п. Бумаги ВЭБа потеряли 0.6–0.8 п.п. Падение котировок по долгосрочному выпуску **AlfaBank 21** составило 1.8 п.п.

Суверенные евробонды в понедельник понесли существенные потери. Индикативный выпуск **Russia 30** уже в начале торгов опустился на 70 бп, а завершил день снижением на 1.26 п.п. до 116.33% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** расширился при этом на 20 бп до 264 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: нестабильный внешний фон продолжает довлеть над рисковыми активами; нефть торгуется чуть выше вчерашнего закрытия, но торги вновь рискуют начаться со снижения котировок

Внешний фон остается крайне нестабильным во вторник. Подтвержденный накануне провал переговоров по снижению дефицита бюджета в США и очередное предупреждение от агентства Fitch (оно должно завершить пересмотр прогноза по рейтингу США до конца ноября) оказывают существенное давление на настроения инвесторов. Предупреждение, вынесенное Франции агентством Moody's, также не способствует нормализации ситуации на рынках.

Азиатские индексы торгуются в красной зоне (**Nikkei 225** теряет порядка 0.3%). Фьючерс на индекс **S&P 500**, тем не менее прибавляет около 0.4%. Баррель Brent торгуется на уровне USD107.3, что на USD0.5 выше уровня закрытия основных торгов в России накануне. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций откроются сегодня вновь снижением котировок.

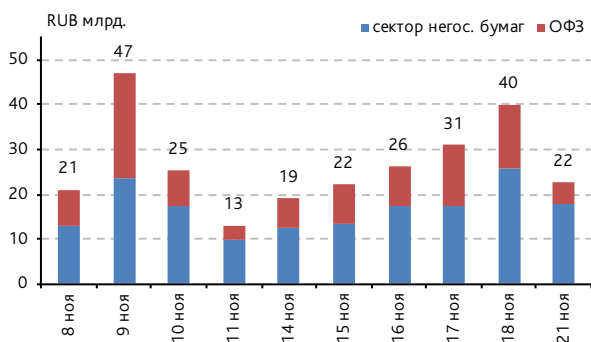
Из новостного фона главным событием, безусловно, станет публикация пересмотренных данных по ВВП США за 3К. Также небезынтересны будут итоги переговоров премьер-министров Греции и Италии с представителями объединенной Европы. Публикация протокола заседания Комитета по открытым рынкам ФРС от 1–2 ноября состоится уже поздно вечером и будет отыграна инвесторами в среду.



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	20.4%
от 1 до 1.5 лет	2.3%
от 1.5 до 2 лет	35.6%
от 2 до 3 лет	11.0%
от 3 до 5 лет	20.2%
> 5 лет	10.5%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

	YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	7.13%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	8.06%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	8.34%	6.5
Банки	8.08%	1.5
Корп 1 эшелон	7.87%	2.0
Корп 2 эшелон	8.66%	2.0

Без выраженных настроений на рублевом рынке; ОФЗ 26206 вновь дает положительную премию к ОФЗ 26205 и выглядит привлекательно относительно уровней NDF, однако внешний фон и период налоговых расчетов не способствуют интересу к длине

Торги на рублевом рынке в понедельник прошли весьма разнонаправленно. Выраженные настроения отсутствовали, в том числе и в сегменте госбумаг. Основным ликвидным выпуском оставался 7-летний **ОФЗ 26204** (YTM 8.41%), подешевевший на 55 бп к закрытию пятницы и не изменившийся в терминах средневзвешенной цены. В средней части кривой продажи в **ОФЗ 25077** и **ОФЗ 26206** привели к росту доходности на участке 3.5–4.5 лет на 5–12 бп.

Отметим, что опережающие продажи в **ОФЗ 26206** (YTM 8.43%), потерявшем в понедельник 20 бп по средневзвешенной котировке по всем сделкам за день, вновь обусловили положительную премию выпуска к **ОФЗ 26204**. По итогам понедельника **ОФЗ 26206** предлагает наибольшую премию к по-прежнему плоской кривой рублевых ставок NDF (порядка 150 бп), к ликвидности данного 6-летнего выпуска у нас претензий нет. Тем не менее с учетом осторожного отношения к длине как под влиянием внешних настроений, так и из-за периода налоговых расчетов фона для возникновения интереса здесь мы не наблюдаем. Более вероятным мы видим дальнейшие продажи в **ОФЗ 26204** в ближайшие дни и в средних/длинных бумагах в целом, в свете которых **ОФЗ 26206** может демонстрировать локальную устойчивость относительно других выпусков. Впрочем, последнее предположение находится в зоне риска: Минфин вполне может предложить этот выпуск на завтрашнем аукционе, и его динамика на вторичном рынке определится выставленным ориентиром доходности.

В корпоративных выпусках выраженных предпочтений в коротких бумагах и отторжения к длине также не наблюдалось. При небольшом числе сделок основные обороты прошли в **Евразхолдинг-7** (+2.4 п.п. по средневзвешенной цене, YTW 8.84%) и **ЕвроХим-2** (+58 бп по цене, YTW 9.38%), наряду с которыми покупки присутствовали и в **Сибметинвест-1** (+16 бп, YTW 9.91%).

Из недавно размещенных выпусков ликвидный рынок присутствовал в **ФСК ЭЭС-15** (-7 бп, YTW 8.84%), продажи преобладали в субфедеральном **Нижегородская обл-7** (-60 бп, YTW 10.01%), существенные изменения в **НЛМК БО-7** (YTW 9.11%) отсутствовали. На вторичные торги вчера вышел **РСХБ-15**, отторговавшийся на уровне 100.10% от номинала по средневзвешенной цене.

Татфондбанк планирует разместить облигации с годовой офертой; бумаги представляют интерес в качестве актива до погашения, предлагая неплохую доходность

Вчера Татфондбанк открыл книгу заявок инвесторов на покупку новой серии биржевых облигаций 3-й серии. Сумма размещения составит RUB2 млрд., срок обращения бумаг – 3 года с офертой через год. Ориентир по купону озвучен в диапазоне 11.75–12.25%, или YTP 12.10–12.63%. Инвесторы смогут подать заявки до 29 ноября 2011 г., техническое размещение выпуска назначено на 1 декабря текущего года.

На наш взгляд, банк предлагает интересную доходность по бумагам в качестве инструмента до погашения, учитывая умеренный потенциал поддержки банка со стороны основного акционера – Республики Татарстан. Однако спрос на бумаги, на наш взгляд, весьма ограничен, поскольку они не соответствуют включению в Ломбардный список ЦБ РФ, одновременно мы не ожидаем увидеть существенной

ликвидности в выпуске на вторичном рынке. Обращающиеся бумаги банка в основной своей массе неликвидны, наиболее частые сделки по выпуску **Татфондбанк БО-1** проходили на прошлой неделе с доходностью YTP 11.2–14.0% на диапазоне чуть более полугода.

Согласно данным РСБУ, банк последовательно поддерживает комфортный уровень денежных средств и эквивалентов в размере RUB3–4 млрд., при этом с начала года к 01.11.2011 г. Татфондбанк нарастил кредитный портфель на 12.4% до RUB46.2 млрд.. В качестве основных источников фондирования банк привлекал клиентские средства (+5.6% до RUB42.6 млрд.), а также средства банков (RUB4.0 млрд. на срок до 180 дней, по данным на 01.11.2011 г.).

Заметим, что, несмотря на приемлемый уровень объема просроченных кредитов по РСБУ (доля в портфеле составила 4.0% по итогам 10М 2011 г.), качество кредитного портфеля может подвергнуться давлению при ухудшении операционных условий. Так, кредитный портфель характеризуется высокой концентрацией займов отдельным клиентам и связанным сторонам, что в совокупности с исторически слабыми показателями рентабельности может негативно отразиться на уровне достаточности капитала при возникновении необходимости доначисления резервов.

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

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



Денежный рынок

События денежного рынка

22 ноя	Аукцион Минфина по размещению средств ФБ (RUB95 млрд., 14 дней)
23 ноя	Возврат Минфину RUB95.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
23 ноя	Аукцион ОФЗ 26205 на RUB10 млрд.
25 ноя	Уплата акцизов и НДС за октябрь
28 ноя	Уплата налога на прибыль за октябрь
30 ноя	Возврат Минфину RUB38.0 млрд. бюджетных средств с депозитов

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.00/5.50	4.00	5.35	4.00/4.50
2-й круг	5.25/5.75	4.50	5.75	4.50/5.00

Динамика внутри дня (1-й круг)		
УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.00-5.50	4.85-5.00	4.00-4.50

Расчеты по НДС прошли с минимальным влиянием на ликвидность и ставки денежного рынка; Москва возобновит размещение временно свободных денежных средств бюджета на депозиты банков, объявленным критериям соответствуют 10 кредитных организаций

По итогам завершения расчетов по НДС, которые, по нашим оценкам, оттянули RUB300–320 млрд. ликвидности, суммарные остатки на корсчетах и депозитах снизились всего на RUB22.5 млрд. (до RUB806.7 млрд.). В совокупности с повышенным привлечением относительно пятницы на аукционе прямого РЕПО с ЦБ на срок 1 день (RUB228.0 млрд., + RUB38.4 млрд.) это обусловило сокращение чистой ликвидной позиции банков по операциям с ЦБ до -RUB813.8 млрд. (на RUB60.8 млрд.). Указанное несоответствие объемов налоговых оттоков и изменения ликвидности банков, как мы думаем, объясняется встречными поступлениями ликвидности, при том что фактов опережающих расчетов по НДС в прошлые дни не ощущалось.

В ставках money market напряженности также не наблюдалось: на МБК привлечение средств в овернайт банками первого круга происходило по уровням пятницы (4.85-5.0%), на закрытии ставки также ушли на уровни конца прошлой недели (4.0-4.5%). Примерно на 10–15 бп подорожали деньги на рынке междилерского РЕПО: однодневные сделки под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона показали средневзвешенную стоимость в пределах 5.42–5.66%.

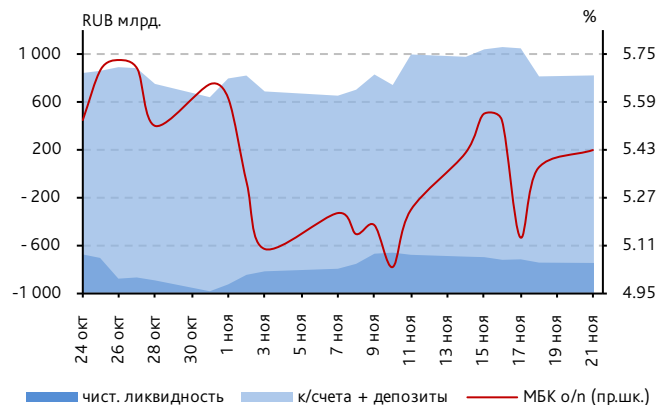
Сегодня Минфин на аукционе разместит короткие 14-дневные деньги в объеме RUB95 млрд., призванные рефинансировать завтрашний возврат сопоставимой суммы, привлеченной 4 банками на аукционе 24 августа. Учитывая малое число заемщиков на прошлом аукционе и небольшой срок депозита, интерес к сегодняшнему размещению, видимо, вновь будет небольшим, как и неделей ранее.

Вчера Reuters со ссылкой на Департамент финансов г. Москвы сообщил о том, что город намерен возобновить размещение временно свободных средств бюджета на депозиты банков на аукционной основе. В качестве требований к потенциальным участникам заявлены наличие долгосрочного рейтинга от международных агентств не ниже «ВааЗ/ВВВ-» и размер собственных средств (капитала) не менее RUB30 млрд. Отметим, что данным критериям удовлетворяют 10 банков: Сбербанк, ВТБ, Газпромбанк, РСХБ, ВТБ 24, Юникредитбанк, Райффайзенбанк, Росбанк, Банк Москвы и Ситибанк.

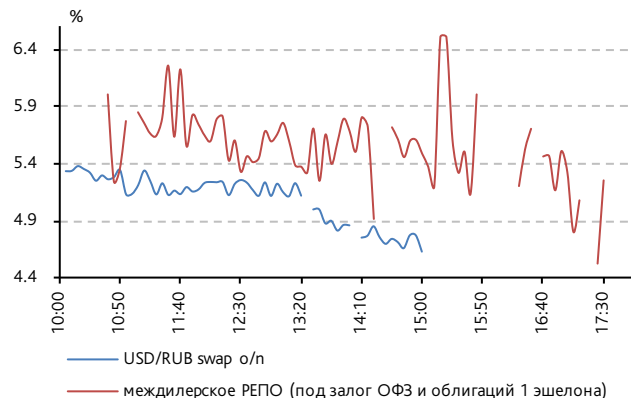


Роман Дзугаев
+7 495 647-23-64
roman.dzugaev@trust.ru

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

МТС опубликовала неплохую отчетность по US GAAP за 9М 2011; рентабельность по EBITDA в России практически не ухудшилась; долговая нагрузка стабильна; дисконт еврооблигаций МТС к кривой Вымпелкома уже слишком велик; однако, вероятно, длинные евробонды Вымпелкома будут под давлением еще продолжительное время

Вчера последний из операторов «Большой тройки» опубликовал консолидированную отчетность по US GAAP за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

На операционном уровне МТС продемонстрировала неплохие результаты: выручка увеличилась на 5% за квартал (+13% год-к-году) и достигла USD9.3 млрд. по итогам 9М 2011 г. Консолидированная EBITDA показала более скромную динамику, увеличившись за год всего на 2% до USD3.9 млрд. В результате консолидированная рентабельность по EBITDA достигла 42%, что несколько меньше, чем по итогам 9М 2010 г. (-4 пп). Тем не менее компания отмечает рост этого показателя в квартальном выражении.

Для МТС основную роль продолжает играть российский рынок, на который приходится более 85% от консолидированной выручки компании. Примечательно, что именно российский сегмент рынка демонстрирует наиболее позитивную динамику основных операционных показателей. Компания также отмечает успешность своей стратегии по снижению затрат на прямые продажи и маркетинг: выручка от мобильного сегмента бизнеса в России выросла за квартал на 9% до RUB69 млрд. (наилучшая динамика среди компаний «Большой тройки»), при этом рентабельность по EBITDA в 3К 2011 г. российского направления составила 45%, что всего на 1 пп ниже уровня прошлого года.

Операционный денежный поток МТС в очередной раз оказался существенно больше капитальных затрат, что позволило компании выплатить дивиденды за 2010 г. в размере USD1.2 млрд. и увеличить запас денежных средств на счетах на USD600 млн. Отметим также, что в 3К текущего года МТС приняла решение о выкупе у материнской компании 100% Система Инверчур, которая в свою очередь владела около 29% акционерного капитала МГТС. Эта операция уже была одобрена советом директоров МТС, и для ее завершения требуется только одобрение совета директоров АФК Система. Вполне вероятно, что сделка будет завершена до конца года. Как мы уже писали (см. «Навигатор долгового рынка» от 25.08.2011) выкуп будет стоить МТС около RUB10.6 млрд., кроме того, МТС должна будет консолидировать еще RUB10.4 млрд. долга.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МТС

US GAAP, USD млрд.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	8.3	11.3	9.3	5%	13%
EBITDA	3.8	4.9	3.9	10%	2%
Чистая прибыль	1.4	1.4	1.2	-1%	-15%
Чистый операц. денежный поток	2.8	3.6	3.0	73%	8%
Капвложения и М&А	1.5	3.6	1.8	32%	20%
Свободный денежный поток	2.0	1.7	1.7	101%	-17%
Совокупный долг, в т.ч.	6.5	7.1	7.2	-3%	12%
краткосрочный долг	1.5	0.8	1.1	75%	-26%
Денежные средства и эквиваленты	2.2	0.9	1.5	20%	-32%
Активы	14	14	14	-8%	-2%
Показатели					
EBITDA margin	46%	43%	42%		
EBITDA/проценты	6.0	6.3	7.9		
Долг/EBITDA*	1.3	1.5	1.5		
Чистый долг/EBITDA*	0.9	1.3	1.2		
Долг/Собственный капитал	1.5	1.7	1.9		

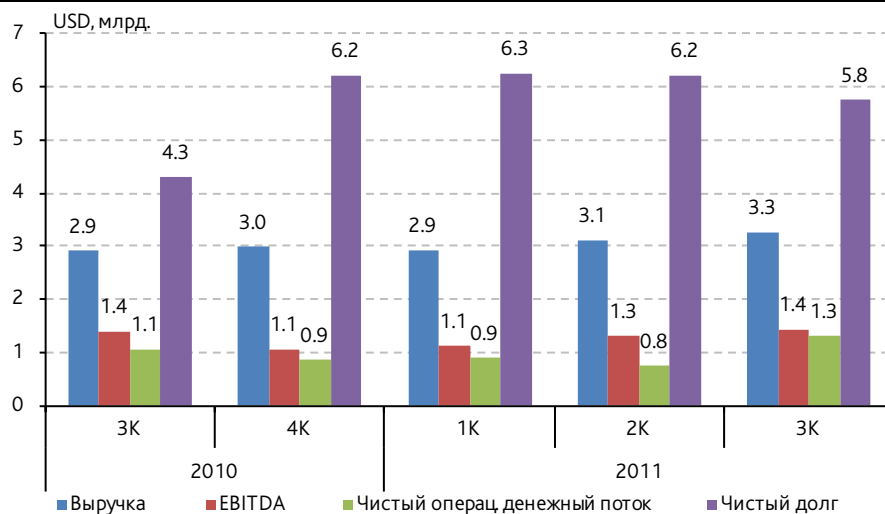
* значение EBITDA за последние 12 месяцев
 Источник: данные компании, НБ «Траст»

Ситуация с долгом у МТС не претерпела существенных изменений за исключением роста ликвидности на счетах компании до USD1.5 млрд. (+USD200 млн. относительно 2К 2011 г.). Это привело к небольшому снижению долговой нагрузки – до 1.2х по показателю «Чистый долг/EBITDA». Временная структура кредитного портфеля комфортна: на 4К 2011 г. и весь 2012 г. приходится погашений в объеме не более USD1.1 млрд., из которых USD400 млн. – выпуск еврооблигаций **MTS 12**. Комфортная ликвидная позиция, которая не должна пострадать после сделки по приобретению

МТС	Ba2/BB/BB+
<i>US GAAP, 9М 2011</i>	
Выручка, USD млрд.	9.3
EBITDA margin	42%
Долг/EBITDA	1.5

29% МГТС, позволит МТС обойтись без новых заимствований для рефинансирования краткосрочного долга.

ДИАГРАММА 1. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ МТС

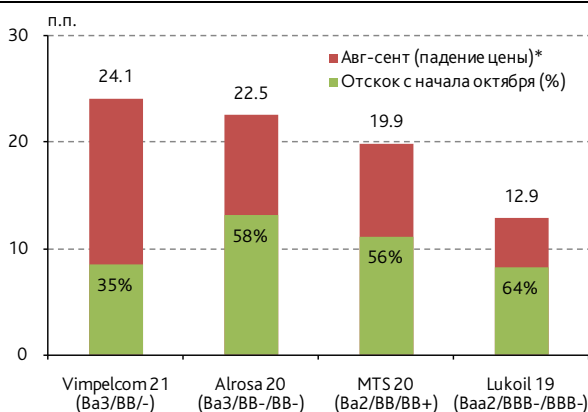


Источник: данные компании, НБ «Траст»

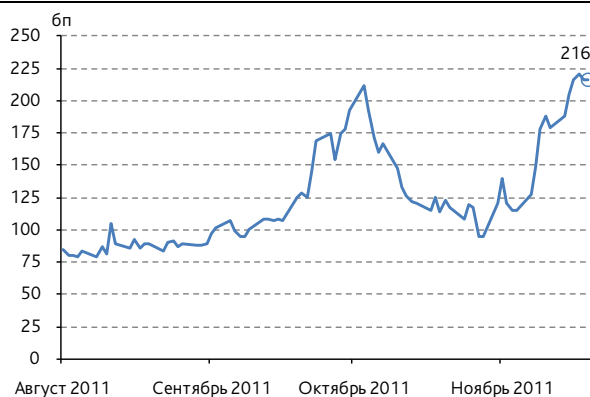
Рублевые облигации МТС торгуются с премией не более 40–50 бп к кривой РЖД, что лишает их потенциала курсового роста.

Еврооблигации **MTS 20** с момента начала октябрьской положительной переоценки в евробондах прибавили в цене более 11 п.п. и торгуются сейчас с доходностью чуть выше 7.6%. Про них можно сказать, что они просели во время распродаж августа–сентября больше, чем blue chips (показательное сравнение с **Lukoil 19** на диаграмме 2), но за последние 1.5 месяца восстановили котировки примерно на 60%, что выглядит вполне рыночно для инструментов с дюрацией 6–7 лет. Несмотря на хорошее кредитное качество, дюрация еврооблигаций **MTS 20** чересчур велика, а сегмент EM слишком неустойчив, чтобы рекомендовать хотя бы какое-то подобие длинной позиции в этих бумагах.

ДИАГРАММА 2. MTS 20, VIPPELCOM 21 И ДИАГРАММА 3. СПРЕД VIPPELCOM 21–MTS 20 СОПОСТАВИМЫЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ



Источник: Bloomberg, НБ «ТРАСТ»



Источник: Bloomberg, НБ «ТРАСТ»

На фоне **MTS 20** очень примечательно смотрится сопоставимый по сроку евробонд близкого «коллеги» по отрасли – **VimpelCom 21**, с которым, впрочем, у него совсем не много общего. Спред **VimpelCom 21–MTS 20** расширился до исторического максимума в 216 бп против 40–50 бп в начале лета и 80 бп до самого начала текущей волатильности на рынках.

Фундаментально, с кредитной точки зрения, мы считаем такой спред неоправданно широким. На нейтральном рынке мы бы оценили разницу в кредитном качестве эмитентов не более чем в 85–100 бп даже с учетом последней отчетности Вымпелкома по US GAAP, показавшей явное ухудшение финансовых показателей по российскому сегменту. Именно этот уровень мы сочли бы справедливым, если бы нынешняя нестабильность глобальных рынков сменилась крепким устойчивым спросом на риск EM.

Однако пока эти рассуждения носят скорее теоретический характер. Действительность такова, что на слабом рынке еврооблигации Вымпелкома (особенно длинные выпуски) сверхволатильны: для них характерны едва ли не самая высокая степень распродажи в корпоративных бондах в очень широкой категории от «BB-» до «BBB+» и очень низкая степень отскока (см. диаграмму 2). Кроме того, мы обратили внимание, что при ухудшении настроений на рынке (см. диаграмму 3) **VimpelCom 21** имеет тренд, более характерный для циклических компаний, который явно контрастирует с бондами МТС, ведущими себя более предсказуемо и близко к blue chips. Так, например, в момент локального «дна» для российских евробондов (4 октября 2011 г.) спред к **MTS 20** расширился до 210 бп, во время октябрьского «потепления» сжался до 90 бп, но по мере очередной эскалации долговых историй в Еврозоне снова выроскратно, на этот раз уже до максимумов.

Наблюдение за еврооблигациями Вымпелкома в последние 3.5 месяца, к сожалению, приводит нас к выводу, что широкие спреды не являются основанием для рекомендаций к покупке. Данная логика распространяется и на более короткие выпуски эмитента. Мы считаем, что пока на рынках сохраняется крайне высокая турбулентность, а новостной фон из Европы только усугубляется, бонды Вымпелкома с большой долей вероятности покажут новые антирекорды. Еще одна техническая проблема состоит в том, что сейчас бумаги компании стали приметной вотчиной спекулянтов и колебание котировок внутри дня (недели) часто не отвечает общерыночной логике. Мы думаем, что время покупать еврооблигации Вымпелкома «в длину» придет, но сейчас явно не подходящий момент для этого.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Стройтрансгаз: акционерная поддержка и короткая дюрация бондов против высокого долга и низкой прозрачности; считаем доходность выше 13% неплохой компенсацией за кредитные риски компании; хорошие поводы для инвестиции до погашения

Мы обратили внимание, что выпуск облигаций **Стройтрансгаз-2** с дюрацией 0.63 года торгуется с весьма высокой доходностью 13.2%. При этом облигации эмитента отвечают нашим критериям ликвидной бумаги: в бумагах проходит до десятка сделок каждый день, а при bid-ask спреде не более 1 пп только по публичным оферам на бирже можно гарантировано купить до 20–30 тыс. бумаг с доходностью не ниже 13.1%. На наш взгляд, такая доходность является привлекательной с учетом приемлемого кредитного профиля компании. Мы рекомендуем инвесторам с открытыми лимитами на 3-й эшелон покупать и держать **Стройтрансгаз-2** до погашения.

Стройтрансгаз не выпускает отчетность по международным стандартам, и единственным источником финансовой информации является ежеквартальный отчет по РСБУ. За 9М 2011 г. компания получила RUB1.1 млрд. валовой прибыли и RUB0.2 млрд. чистой прибыли. Краткосрочная задолженность составляет RUB11.5 млрд., из которой RUB5 млрд. – облигации **Стройтрансгаз-2**. У компании нет большой подушки ликвидности в денежных средствах, однако есть материальная сумма по статье «финансовые вложения», которая, не исключено, будет использована для пополнения ликвидности.

Однако наиболее вероятно, что короткий долг Стройтрансгаз будет рефинансировать банковскими кредитами. При этом проблем с рефинансированием мы не ожидаем по двум причинам. Во-первых, Стройтрансгаз принадлежит влиятельным акционерам. По последним публичным данным, компания на 80% принадлежит структурам Геннадия Тимченко, а на 19.5% – Газпромбанку. Газпромбанк является также одним из крупнейших кредиторов компании и, на наш взгляд, будет предоставлять дополнительное финансирование в случае необходимости. Основной бенефициар благодаря своему влиянию также может способствовать привлечению необходимых средств. Во-вторых, как видно из операционных показателей, компания постепенно улучшает результаты своей деятельности, что создает больше предпосылок для погашения займов за счет собственных средств компании. Отчетность по РСБУ не позволяет адекватно оценить реальные денежные потоки компании, однако одно лишь управление рабочим капиталом Стройтрансгаза таит большие резервы. Так, дебиторская задолженность эмитента близка к RUB30 млрд., а кредиторская задолженность в случае необходимости могла бы быть чуть увеличена, так как сейчас она почти в 1.7 раза ниже (RUB20 млрд.), чем в предыдущий год.

Несколько лет чистых убытков привели к размыванию собственного капитала компании, поэтому с точки зрения формальных критериев ее долговая нагрузка велика (долг равен RUB35.9 млрд. при капитале всего в RUB3.4 млрд.). Тем не менее, мы считаем, что риски непрозрачности и высокой долговой нагрузки компенсируются акционерным участием и коротким сроком рекомендуемого инструмента.

Исходя из приведенных аргументов, мы оцениваем вероятность того, что Стройтрансгаз выполнит свои обязательства перед кредиторами, как высокую. Доходность в 13.2% в полугодовой перспективе на этом фоне выглядит привлекательной для высокорисковых инвесторов.

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

Петр Макаров
+7 495 647-25-77
petr.makarov@trust.ru



Акрон продал свою долю в Апатите компании Фосагро; конфликт с норвежской Yara исчерпан; сделка не предусматривает выплаты денежных средств; рублевые облигации компании неликвидны

Вчера Акрон опубликовал пресс-релиз, в котором сообщил о заключении мирового соглашения с норвежской Yara.

КОММЕНТАРИЙ

Судебная тяжба Акрона с Yara длится с 2007 г.: норвежская компания была недовольна управлением СП Нордик Рус Холдинг, в которое она совместно с Акроном внесла акции производителя сырья для производства фосфатных удобрений Апатита. Судебная тяжба не позволяла Акрому пользоваться пакетом акций Апатита и реализовать свою долю его акций, а также часть собственных акций, внесенных им в СП. Конфликт был исчерпан благодаря посредничеству мажоритарного акционера Апатита, компании Фосагро, которая выкупила у Акрона 51% в СП. В обмен на этот актив последний получил находящиеся под судебным обременением собственные акции и акции дочернего Дорогобужа.

Подобное разрешение конфликта с норвежской компанией, скорее, нейтрально для кредитного качества Акрона: сделка с Фосагро несла безденежный характер. В конце 1П 2011 г. Акрон оценивал принадлежащий ему пакет Апатита в RUB6.5 млрд., исходя из рыночной оценки полученных компанией собственных акций, цена 10% составила около USD150 млн. В нынешней рыночной ситуации неудивительно, что акции Апатита были куплены с некоторым дисконтом.

Безденежный характер сделки – не самое благоприятное развитие событий для кредиторов Акрона. Напомним, что компания планирует выплатить промежуточные дивиденды совокупным объемом RUB6.1 млрд. (см. «Навигатор долгового рынка» от 7.11.2011), что при текущей долговой нагрузке компании (около 2.5x по показателю «Чистый долг/EBITDA») выглядит весьма щедрым предложением для акционеров, которое, очевидно, ухудшит ликвидную позицию компании. После фактического обмена 10% Апатита на собственные акции у компании формально будет экстренный источник дополнительной ликвидности, однако, на наш взгляд, быстрая реализация крупного пакета акций на падающем рынке сопряжена с дополнительными рисками, и говорить о наличии дополнительной подушки ликвидности в USD150 млн. однозначно нельзя. Отметим также, что Акрон планирует в 2012 г. увеличить инвестиционную программу до USD400 млн., что в случае ухудшения ситуации на рынках минеральных удобрений заставит его прибегнуть к привлечению нового долга.

Рублевые облигации Акрона на данный момент практически полностью неликвидны: купить небольшие пакеты в некоторых выпусках можно только с доходностью, более характерной для долговых инструментов компаний первого эшелона. Мы не ждем от бондов Акрона положительной динамики до окончания периода напряженности на рынках.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Акрон	B1/NR/B+
<i>МСФО, 1П 2011</i>	
Выручка, RUB млрд.	29.9
EBITDA margin	29%
Долг/EBITDA	2.9

Мрия публикует отдельные цифры отчетности по МСФО за 9М 2011; погодные условия способствовали росту операционных показателей; наиболее важны комментарии менеджмента; облигации неинтересны

Вчера Мрия, крупный украинский агрохолдинг, специализирующийся на производстве зерновых и овощных культур, опубликовал три формы отчетности по МСФО.

КОММЕНТАРИЙ

Опубликованные данные продемонстрировали отличный рост операционных показателей Мрии: выручка за 9М 2011 г. увеличилась более чем в 2 раза по сравнению с результатами 9М 2010 г. и достигла USD112 млн. Рост выручки был обеспечен позитивной ценовой динамикой на зерно, а также отменой экспортных пошлин. Последний факт, по всей видимости, позволил Мрие увеличить долю экспортных продаж в структуре выручки.

Из-за высокого эффекта сезонности в отчетности агропромышленных компаний текущий показатель EBITDA оказывается серьезно искаженным неденежной переоценкой биологических активов, тем не менее даже с учетом этой статьи EBITDA Мрии по итогам 2011 г. обещает увеличиться более чем в 3 раза по сравнению с результатами 2010 г. и достигнуть USD200 млн.

Несколько негативно выглядит отчет о движении денежных средств: чистого операционного денежного потока компании оказалось недостаточно для покрытия капитальных затрат по итогам 9М 2011 г. Кроме того, Мрия внесла предоплату в размере около USD50 млн. за компанию, приобретаемую у связанной стороны. В ходе телеконференции с менеджментом компании по итогам опубликованных результатов, которая будет проводиться 25 ноября, мы планируем выяснить детали осуществляемой сделки.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ МРИИ

МСФО, USD млн.	9М 2010	2010	9М 2011	9М11/9М10
Выручка	49	162	112	129%
ЕВITDA*	42	61	150	256%
Чистая прибыль	141	144	115	-18%
Чистый операц. денежный поток	-35	-4	35	
Капвложения и М&А	20	61	103	415%
Свободный денежный поток	-54	-64	-18	
Совокупный долг, в т.ч.		123	347	
краткосрочный долг		89	85	
Денежные средства и эквиваленты		3	74	
Активы		591	972	
Показатели				
ЕВITDA margin	н.д.	38%	н.д.	
ЕВITDA/проценты (x)	2.6	3.9	4.9	
Долг/ЕВITDA** (x)		2.0	2.1	
Чистый долг/ЕВITDA** (x)		0.5	0.9	
Долг/Собственный капитал (x)		0.3	0.6	

* расчет EBITDA учитывает изменение в оценке биологических активов

** значение EBITDA за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, НБ «Траст»

Баланс компании также несет несколько негативный оттенок: в первую очередь это связано с ростом совокупного долга компании в 3К 2011 г. на USD57 млн. В результате чистый долг Мрии увеличился до USD155 млн. Долговая нагрузка остается на сравнительно невысоком уровне: около 0.9x по показателю «Чистый долг/ЕВITDA» во многом из-за опережающего роста операционных показателей компании.

Еврооблигации Мрии на данный момент торгуются приблизительно на одном уровне с евробондами МХП. На наш взгляд, подобная диспропорция фундаментально не оправдана: во-первых, размер бизнеса МХП более чем в 2 раза превышает размер бизнеса Мрии; во-вторых, операционные показатели МХП в меньшей степени подвержены сезонным колебаниям, что обеспечивает агрохолдингу гораздо более стабильные денежные потоки. На наш взгляд, долговые бумаги Мрии должны предлагать премию минимум в 120–140 бп к евробондам МХП.



Дмитрий Турмышев
+7 495 647-25-89
dmitry.turmyshev@trust.ru

Мрия	NR/В/В-
МСФО, 9М 2011	
Выручка, USD млн.	112
ЕВITDA margin (2010)	38%
Долг/ЕВITDA	1.5

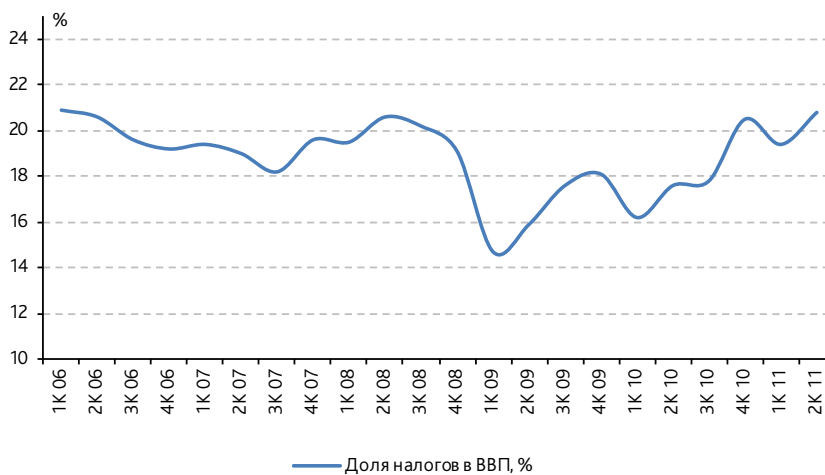
Российская макроэкономика

По заявлениям Министерства финансов, налоговая политика в среднесрочной перспективе останется без изменений; Минэкономразвития прорабатывает вариант замены НДС налогом с продаж (НСП); по нашим оценкам, ФНС России может повысить собираемость налогов на 20% за счет улучшения налогового администрирования

Вчера состоялась правительственная конференция «Налогообложение – современный взгляд», организованная ФНС России. Высшими государственными чиновниками было сделано несколько разнонаправленных заявлений относительно приоритетов налоговой политики в краткосрочной и среднесрочной перспективе, среди которых выделим следующие:

- **сценарий Администрации Президента РФ:** снижение избыточной долговой нагрузки на экономику* (см. диаграмму), децентрализация налоговой системы, передача части доходов в регионы, «реставрация» налога с продаж (НСП);
- **сценарий Министерства финансов:** политика воздержания от решительных преобразований налоговой системы, консервация существующего порядка;
- **сценарий Министерства экономического развития:** упразднение НДС и введение НСП, передача дополнительной части налоговых поступлений регионам, дифференциация налоговых ставок и диверсификация налогов на потребление, имущество и недвижимость.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ОТНОШЕНИЯ «НАЛОГОВЫЕ ДОХОДЫ КОНСОЛИДИРОВАННОГО БЮДЖЕТА К ВВП»



Источник: Росстат, НБ «ТРАСТ»

* по оценкам Помощника Президента России А. Дворковича, налоговая нагрузка на экономику составляет около 40%; по мнению и.о. Министра финансов А. Силуанова – 31–32%; по нашим расчетам, доля налогов в ВВП составляет около 20%: ВВП 2010=RUB45 трлн. Налоговые доходы-2010=RUB9 трлн.; итого «Налоги/ВВП» в 2010=0.2, возможно высокопоставленные чиновники в своих расчетах отталкивались от другой базы.

Отдельного внимания заслуживает позиция Руководителя ФНС России, который высказался за введение «налога на роскошь» и повышение поступлений от имущественных налогов, которые должны составить основу формирования доходной части местных и региональных бюджетов.

Выбор конкретного пути развития налоговой системы России, очевидно, будет определяться целым комплексом политических, международных и конъюнктурных факторов. На наш взгляд, изменения в налоговой политике вероятны уже в 2012 г., поскольку расходные обязательства консолидированного и федерального бюджетов растут опережающими темпами по отношению к ВВП. У Правительства есть четыре основных способа фискальной консолидации и повышение собираемости налогов – один из них. Для этого существуют необходимые резервы: совокупная задолженность по доходам, администрируемым ФНС России, на 1 ноября составила RUB1.2 трлн., снизившись с начала года на 6.7%. Учитывая существующие тенденции усиления налогового контроля, можно оценить резервы повышения налоговых

поступлений в 2012 г. По нашим расчетам, налоговые органы могут обеспечить прирост налогов до 20% только за счет доначислений и довызысканий по результатам налоговых проверок.



Иван Синельников
+7 495 789-36-09
ivan.sinelnikov@trust.ru

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
17 ноя	Промкапитал-1	0.1	7.00%	3	7.00%
17 ноя	Нижегородская обл-7	8.0	9.95%	5	10.10%
16 ноя	Росбанк-Збо	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-Збо	3.0	8.75%	1*	8.93%
15 ноя	НЛМК-7бо	10.0	8.95%	3	9.15%
11 ноя	РусСтандарт-1бо	5.0	11.00%	1*	11.29%
10 ноя	Газпром капитал-3	15.0	7.50%	1*	7.64%
10 ноя	Инг Банк (Евразия)-2	5.0	8.22%	3	8.04%
10 ноя	Краснодар-2	1.1	9.00%	4	9.20%
9 ноя	ДельтаКредит-8	5.0	8.33%	3*	8.50%
8 ноя	Еврофин-Недвиж.-3	1.5	3.00%	0*	3.00%
8 ноя	РСХБ-15	10.0	8.75%	2*	8.94%
3 ноя	ОТП Банк-Збо	4.0	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%
1 ноя	ВЭБ-Лизинг-8	5.0	8.80%	3*	8.99%
31 окт	РТК-1	0.3	9.00%	2	8.63%
27 окт	ФСК ЕЭС-15	10.0	8.75%	3*	8.94%
27 окт	Ремпутьмаш-1	2.3	8.50%	5	8.68%

Ближайшие выпуски				
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	н.д.	3*
22 ноя	Интертехэлектро-НГ-1	0.2	8.75%	5
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5
29 ноя	Русфинанс Банк-2бо	4.0	9.30-9.55%	3
30 ноя	Абсолют Банк-1бо	5.0	10.5-11%	1.5*
1 дек	Татфондбанк-Збо	2.0	11.75-12.25%	1*
1 дек	Удмуртия-5	2.0	н.д.	5
2 дек	Uranium One-1	16.5	9.5-10.5%	5*
5 дек	Автодор-1	3.0	9.25-9.75%	5
6 дек	Бинбанк-Збо	2.0	11.75-12.5%	1*

Ближайшие оферты					
Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
23 ноя	Разгуляй Фин.-4	3.0	0.00%	0.00%	2
24 ноя	МОЭК	6.0	6.35%	6.35%	2
28 ноя	РЖД-12	15.0	14.90%	0.10%	8
29 ноя	Матрица-3	0.5	15.00%	н.д.	1
29 ноя	МетКомБанк-1	0.9	9.40%	9.40%	2
29 ноя	Тинькофф КредСист-2бо	1.5	16.50%	16.50%	2
30 ноя	ВнешПромБанк-1бо	3.0	9.30%	11.75%	2
1 дек	ТрансГазСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
2 дек	ОМЗ-6	1.6	13.00%	н.д.	2
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	н.д.	3
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	н.д.	5
7 дек	СКБ-Банк-4бо	2.0	9.80%	н.д.	2
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	н.д.	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	н.д.	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	н.д.	7
8 дек	Формат	1.0	17.00%	н.д.	1
8 дек	ЧТПЗ-1бо	5.0	16.50%	н.д.	1
12 дек	ПромНефтеСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*

Ближайшие погашения		
Дата	Выпуск	RUB млрд.
22 ноя	ЭнергоМаш	0.7
23 ноя	Аладушкин-2	1.0
29 ноя	Интегра-2	3.0
30 ноя	Мастер-Банк-3	0.7
30 ноя	КМБ-Банк-2	3.4
8 дек	ЛУКОЙЛ-03	8.0
8 дек	Казань-6	1.0
8 дек	РосТелеком-09	1.0
9 дек	ОГКЗ	3.0
15 дек	НСХ-финанс	1.0
15 дек	Разгуляй-09бо	2.0
18 дек	Москва-50	15.0
21 дек	Золото Селигдара-2	0.5
22 дек	Томск-2	0.2
22 дек	ХМАО-6	2.0
25 дек	Иркутская Обл-317	0.3
26 дек	Томская Обл-4	0.3
26 дек	Электросталь-2	0.2

* срок до ближайшей оферты, лет

Календарь по еврооблигациям

Последние размещения					
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.	Купон	Срок
17 ноя	Gazprom 16N	USD	1000	4.95%	5
17 ноя	Gazprom 21	USD	600	6.00%	10
21 окт	VTB 15C	CHF	225	5.00%	4
17 окт	Turkey 22	USD	1000	5.13%	11
2 авг	Moscow Credit Bank 14	USD	200	8.25%	3
21 июл	SeverStal 16	USD	500	6.25%	5
18 июл	MetallInvest 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

Ближайшие погашения			
Дата	Выпуск	Валюта	Объем, млн.
30 ноя	Mir. KhliboProdukt 11	USD	250
21 дек	UkrSibBank 11	USD	500
30 дек	MDM 11N	USD	130
1 янв	TristanOil 12	USD	420
11 янв	Brazil 12	USD	1250
14 янв	UMS 12	USD	1500
23 янв	Colombia 12	USD	900
23 янв	Turkey 12	USD	1000
28 янв	MTS 12	USD	400
2 фев	TatFondBank 12	USD	225

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 управления торговли

Андрей Труфакин

+7 495 789-60-58

andrey.trufakin@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**Иван Синельников**

+7 495 789-36-09

ivan.sinelnikov@trust.ru

Руководитель управления продаж

Александр Хлопецкий

+7 495 647-28-39

aleksandr.khlopetsky@trust.ru

Управление продаж

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

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**

+7 495 647-25-77

petr.makarov@trust.ru

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

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

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

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