ТРАСТ Банк

Среда
30 ноября 2011 г.

Навигатор долгового рынка

Глобальные рынки и еврооблигации

- Слова первых лиц **ФРС** не позволяют рассчитывать на новые полномасштабные стимулы в экономике **США** в ближайшее время; все внимание – Европе
- **Еврогруппа** одобрила транш для **Греции** и утвердила механизмы «левериджа» EFSF; принятые решения вряд ли существенно успокоят рынки; ждем выступлений **Саркози** и **Меркель** по вопросу создания «союза стабильности» в еврозоне
- **ЕЦБ** не смог полностью «абсорбировать» ликвидность от выкупа госбумаг «периферии»; банки нарастили объемы заимствований от ЕЦБ до максимума за два года; думаем, выкуп ЕЦБ не выльется в полноценное «количественное смягчение»
- **Итоги торгов по еврооблигациям:** разнонаправленная динамика котировок; длинные евробонды **Газпрома** и **Вымпелкома** немного скорректировались; суверенный выпуск Russia 30 приподнялся на 30 бп
- **Открытие торгов по еврооблигациям:** снижение рейтинга банков **США** довлеет над рынками; нефть стабильна; ждем снижения котировок на открытии; в фокусе – «Бежевая книга» ФРС и безработица от ADP

UST 10	Russia 30	Eurobonds
16	17	1

Изменение цены за день (бп)

Рублевые облигации и денежный рынок

- Продолжение покупок в длинных **ОФЗ**; в корпоративном секторе отмечаем продажи в новых выпусках, демонстрировавших наибольшую ликвидность на вчерашних торгах
- **Татфондбанк** установил купон по верхней границе ориентиров, что выглядит весьма интересно, учитывая возможность включения в Ломбардный список ЦБ РФ
- Дневной лимит однодневного РЕПО с ЦБ в RUB500 млрд. второй день выбирается банками в полном объеме; вчера **Минфин** полностью разместил средства на аукционе

ОФЗ	1st tier	2nd tier
28	27	3

Изменение цены за день (бп)

Кредитные комментарии

- **ТМК** опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 9М 2011; долговая нагрузка немного снизилась, но долг по-прежнему велик; к евробондам относимся нейтрально
- Отчетность по МСФО **X5** за 9М 2011: квартальные результаты не радуют, но долговая нагрузка постепенно снижается; ликвидность присутствует только в бумагах **Копейки**, считаем их приемлемой инвестицией до погашения
- **Moody's** понизило рейтинг **ОТП Банка** на одну ступень до «Ba2»; умеренно негативно для кредитного профиля банка; не ожидаем реакции в облигациях
- **Казкоммерцбанк** опубликовал отчет по МСФО за 9М 2011: кредитный портфель восстановил позитивную динамику в 3К 2011, но его качество ухудшилось
- **РБК Daily: Лукойл** хочет купить 37% в иракском проекте **«Западная Курна-1»**; с кредитной точки зрения новость нейтральна: запас наличности (USD4.4 млрд.) и огромный свободный денежный поток (USD7.7 млрд.) позволяют сделать это; возможно, под этот проект по добыче **Лукойл** и зарезервировал USD1.8 млрд.
- **Globaltrans** выкупает акции у своих акционеров; сумма покупки невелика (до USD60 млн.); вывод денег из компании может не понравиться кредиторам; ликвидность бондов **НПК-1** оставляет желать лучшего, да и доходность невысока
- **Северсталь** может принять решение о выделении своего золотодобывающего подразделения; потеря столь привлекательного актива негативна для кредитного качества компании на фоне нестабильной ситуации на рынках стали

Индикаторы FX/MM

Liq, RUB млрд.	RUB МБК o/n, %	RUB basket
-963	5.25	36.00

Значения на конец дня

Российская макроэкономика

- Правительственная комиссия решила упростить и расширить доступ для иностранных компаний в банковский сектор и сферу недропользования

Макроцифра

USD74 млрд. – прогноз по оттоку капитала в 2011

Последние обзоры

29 ноября	Альянс Ойл: перевал пройден
28 ноября	Новый Ломбардный список от ЦБ РФ: RUB230 млрд. возможностей
23 ноября	Банковская система в октябре: триллион от ЦБ, триллион от Минфина
22 ноября	Долговой кризис в Европе: открытие второго фронта
17 ноября	Uranium One: второй эшелон по цене первого

Контакты и ссылки

TRUST interactive

+7 495 789 36 09

research.debtmarkets@trust.ru

Глобальные рынки и еврооблигации

Статистика и события

12:00	Заседание Экофина
17:15	Занятость в частном секторе экономики США по версии ADP за ноябрь
19:00	Незавершенные продажи жилья в США за октябрь
19:30	Коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в США за неделю к 25 ноября
20:00	Завершение продажи ФРБ Нью-Йорка UST в объеме USD8–8.75 млрд.
23:00	«Бежевая книга» ФРС США

Ключевые индикаторы

EMBI+ spread	▼	304	-11
UST10	◀▶	2.00	+0.02
Russia 30–UST 10	▼	256	-5
EUR/USD	▲	1.3329	+0.2%
Oil (Brent)	▲	111	+2.2%
VIX	▼	30.64	-1.49

Слова первых лиц ФРС вновь не позволяют рассчитывать на новые полномасштабные стимулы в экономике США в ближайшее время; все внимание – Европе

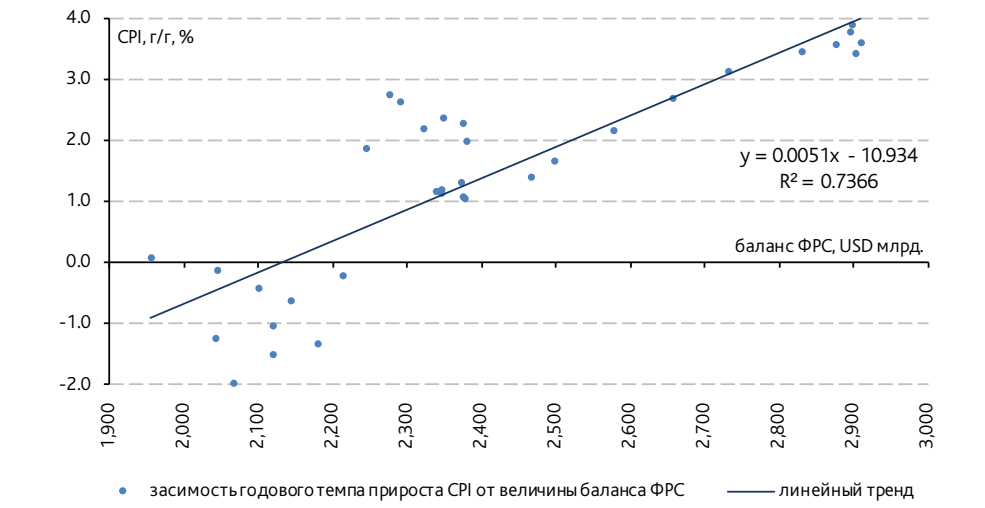
Второй день отскока в рисковых активах в основном заметен в индексах акций и отдельных commodities. Новая попытка восстановления аппетита к риску, традиционно ведомая индексом **S&P 500**, обусловила покупки в высокоспекулятивных активах (золото, нефть). Вместе с тем нас настораживает достаточно вялая динамика меди в первой половине текущей недели, которая исторически является опережающим индикатором настроений участников относительно экономики.

Содержание вчерашних выступлений первых лиц ФРС, из которых, по нашему мнению, заслуживали внимания речи вице-президента ФРС Дж. Йеллен, главы ФРБ Атланты Д. Локхарда и председателя ФРБ Сан-Франциско Дж. Уильямса, можно резюмировать следующим образом.

Прежде всего, имело место солидарное мнение о том, что ключевые риски для восстановления экономики США исходят из Европы (Дж. Уильямс, Д. Локхард). По мнению Дж. Йеллен, возможности дальнейшего стимулирования экономики США в 2012 г. сохраняются, инструментами реализации которой традиционно являются выкуп активов либо регулирование коротких ставок. Здесь же была обозначена необходимость дальнейшего оживления жилищного рынка, что, как мы думаем, будет в числе прочего решаться активизацией поддержки регулятором рынка MBS.

В свою очередь глава ФРБ Атланты высказал сомнение в том, что новый этап выкупа активов способен заметным образом поддержать экономику. Мы придерживаемся аналогичного взгляда, однако обосновываем нашу точку зрения риском нежелательного ускорения инфляции в экономике США в случае новых стимулов (см. диаграмму 1). Последнее наиболее явно проявилось в ходе реализации второго этапа стимулирования QE2, завершившегося в июне 2011 г. Собственно, именно поэтому ФРС и пришел к новому этапу смягчения (Operation Twist), не предполагающим outright покупки UST на баланс центробанка и его дальнейшего расширения.

ДИАГРАММА 1. ЗАВИСИМОСТЬ ГОДОВОГО ПРИРОСТА ИНФЛЯЦИИ (CPI ALL URBAN CONSUMERS) ОТ ВЕЛИЧИНЫ БАЛАНСА ФРС, ЯНВАРЬ 2009 – ОКТЯБРЬ 2011



Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, U.S. Bureau of Labor Statistics, НБ «Траст»

Действий со стороны исполнительной власти США, призванной поддержать начинания ФРС по поддержке экономики, сама экономика страны в выборном 2012 г., похоже, не дождется, особенно после провала обсуждений о сокращении бюджетного дефицита в Конгрессе. При этом инициативы ФРС о возможном новом смягчении, при всей ее независимости от исполнительной власти по опыту запуска Operation Twist, будут жестко критиковаться республиканской оппозицией. Это вполне может отодвинуть новый этап стимулирования (даже в случае его необходимости) уже на 2013 г.

В число значимых событий для рынков вчера, безусловно, вошло снижение рейтингов крупнейших банков США со стороны S&P. Это привело к некоторому ухудшению настроений на рынках: декабрьский фьючерс на индекс **S&P 500** (контракт mini S&P) на сегодняшнее утро торгуется на уровне 1188–1190, что ниже вчерашнего закрытия торгов по базовому активу.

Еврогруппа одобрила транш для Греции и утвердила механизмы «левериджа» EFSF; принятые решения вряд ли существенно успокоят рынки; ждем выступлений Саркози и Меркель по вопросу создания «союза стабильности» в еврозоне

Состоявшаяся накануне в Брюсселе встреча министров финансов стран еврозоны принесла два в целом ожидаемых результата. Еврогруппа одобрила выделение Греции очередного, шестого, транша кредитной поддержки на EUR8 млрд. Напомним, транш должен был быть предоставлен Афинам еще в октябре, однако европейцы ждали согласия всех политических партий Греции на продолжение курса реформирования экономики при любом исходе выборов, намеченных ориентировочно на февраль 2012 г. По словам председателя Еврогруппы Ж.-К. Юнкера, решение по траншу теперь предстоит принять МВФ, и, как ожидается, деньги проступят в Афины не позднее середины декабря. Таким образом, угроза немедленного (и, что важнее, неконтролируемого) дефолта Греции теперь уже абсолютно точно отложена как минимум на начало следующего года.

Вторым важным итогом заседания Еврогруппы стало окончательное формирование механизма функционирования европейского стабфонда, EFSF, и его «левериджа». Так, согласно пресс-релизу Фонда, EFSF сможет предоставлять гарантийные сертификаты на 20–30% от номинала облигаций стран, обратившихся за финподдержкой. Дополнительным фактором повышения эффективной мощи EFSF должно стать создание соинвестиционных фондов, в которых смогут принять участие частные инвесторы. Предполагается, что оба механизма будут полностью сформированы в декабре 2011 г. и заработают уже с января следующего года. Отметим, однако, что по признанию главы самого EFSF, довести его объем до планировавшегося EUR1 трлн. в текущих условиях не представляется возможным. Назвать точную цифру, на которую могут возрасти оставшиеся в распоряжении EFSF около EUR250 млрд., министры финансов не смогли. Еврогруппа также рассчитывает на весомое участие в Фонде ресурсов МВФ. По признанию, в частности, министра финансов Нидерландов, даже увеличенных за счет утвержденных механизмов «левериджа» ресурсов EFSF будет недостаточно для сдерживания кризиса.

Еще одной темой, обсуждавшейся в ходе встречи Еврогруппы, стала ситуация в Италии. Министры финансов еврозоны согласились, что Риму необходимо в кратчайшие сроки начать проведение жестких реформ и принять новые меры экономии для достижения плановых показателей дефицита бюджета в 2012 г. Между тем на состоявшемся накануне аукционе доходность по 3-летним итальянским бумагам взлетела до 7.89% (против 4.93% на аукционе в октябре), а по 10-летним – до 7.56% (против 6.06% в октябре). Тем не менее рынки отреагировали на итоги аукционов движением вверх, отыгрывая, вероятно, достаточно существенный спрос на итальянские бумаги.

В нашем понимании, решения Еврогруппы, хоть и принимаются в правильном направлении, вряд ли будут иметь большой успокаивающий эффект на рынки. Европейские политики традиционно запаздывают с принятием важных решений. Предотвращение банкротства Греции на фоне уже появившихся опасений в отношении Италии и даже Франции выглядит не слишком впечатляюще. Решения по EFSF также нельзя считать полностью удовлетворительными. Учитывая опасения за рейтинг Франции, а также судьбу Италии и Испании, являющихся крупными донорами Фонда, перспективы механизма соинвестирования все еще представляются туманными.

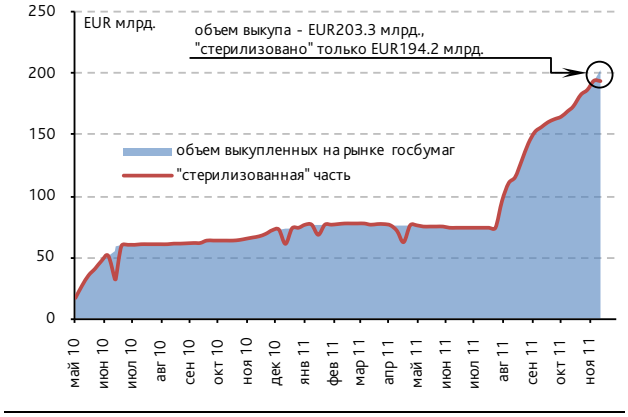
В этом свете мы возлагаем основные надежды по относительному улучшению ситуации на рынке госдолга Европы на заявления Германии и Франции по созданию «союза стабильности» в еврозоне. Ожидается, что президент Франции Н. Саркози представит предложения по данному вопросу уже завтра, а канцлер Германии А. Меркель – в пятницу. Решение же будет приниматься на саммите ЕС 9 декабря.

ЕЦБ не смог полностью «абсорбировать» ликвидность от выкупа госбумаг «периферии»; банки не рискуют расставаться с ликвидностью, нарастили объемы заимствований от ЕЦБ до максимума за два года; рассчитываем, что выкуп ЕЦБ не превратится в полноценное «количественное смягчение»

Помимо встречи Еврогруппы, в Европе вчера произошло и другое знаменательное событие. Европейскому ЦБ впервые с мая текущего года не удалось «абсорбировать» всю ликвидность, созданную при покупке госбумаг проблемных стран в рамках программы SMP (Securities Market Programme). Как видно из диаграммы 2, объем выкупа по состоянию на текущий момент составляет около EUR203 млрд., однако банки внесли на 7-дневные депозиты в ЕЦБ лишь EUR194 млрд.

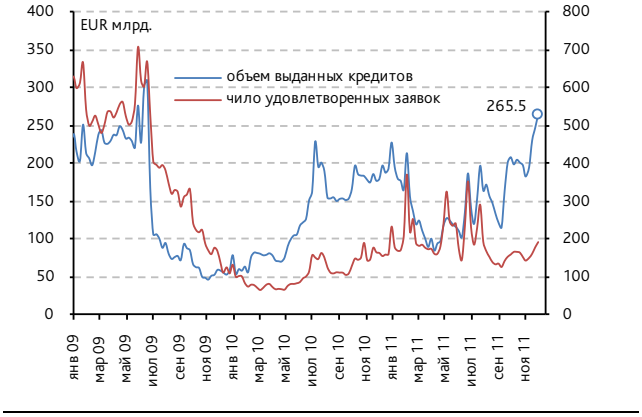
Безусловно, подобная разница в суммах не выглядит драматичной. Однако она отражает, на наш взгляд, крайне напряженную ситуацию на межбанковском рынке Европы, на остроту которой мы уже не раз обращали внимание. Кредитные учреждения опасаются расставаться с ликвидностью даже на такой небольшой (по меркам «нормального» времени) срок как 7 дней, предпочитая, вероятно, перекладываться в депозиты overnight.

ДИАГРАММА 2. ИСПОЛНЕНИЕ ЕЦБ ПРОГРАММЫ ПО ВЫКУПУ ГОСБУМАГ ПРОБЛЕМНЫХ СТРАН, 2010–2011



Источник: ЕЦБ

ДИАГРАММА 3. АУКЦИОНЫ ЕЦБ ПО ПРЕДОСТАВЛЕНИЮ 7-ДНЕВНОЙ ЛИКВИДНОСТИ В ЕВРО (MRO), 2009–2011



Источник: ЕЦБ

Мы полагаем, что регулятору все же удастся в ближайшие недели восстановить баланс в рамках программы SMP между выкупом госбумаг и «стерилизацией» поступающей на рынки ликвидности. В противном случае, данная программа фактически может принять форму QE, от которой руководство ЕЦБ (как старое, так и новое) полностью открещивается.

Дополнительной иллюстрацией напряженности на рынке межбанковского кредитования является динамика операций по предоставлению банкам 7-дневной ликвидности в евро (операции MRO, Main Refinancing Operation, проводятся еженедельно). По итогам вчерашнего аукциона объем таких кредитов вырос до максимального более чем за два года значения – EUR265.5 млрд.

Итоги торгов по еврооблигациям: разнонаправленная динамика котировок; длинные евробонды Газпрома и Вымпелкома немного скорректировались; суверенный выпуск Russia 30 приподнялся на 30 бп

Российские еврооблигации накануне не смогли определиться с единой динамикой, а активность на рынке оставалась пониженной. Торговый оборот в целом составил USD54 млн. против среднегодового значения в USD81 млн. В длинных евробондах Газпрома и Вымпелкома, подскочивших в понедельник на несколько «фигур», наблюдалась умеренная коррекция.

В нефтегазовом секторе котировки на дальнем конце кривой Газпрома опустились на 30 бп, однако выпуски эмитента с погашением в 2021 г. и 2022 г. подорожали на 10-30 бп. Долгосрочные бумаги ТНК-ВР потеряли 50–80 бп. Во втором эшелоне активность сосредоточилась в длинных евробондах Вымпелкома, подешевевших по итогам дня на 80–100 бп. В банковском секторе существенной активности замечено не было, а колебания котировок не превышали 20 бп.

Суверенный сегмент также приостановил рост, вызванный в понедельник очередной волной «еврооптимизма». Индикативный выпуск **Russia 30** смог приподняться лишь на 20 бп до 116.59% от номинала. Спред **Russia 30–UST10** сузился незначительно – на 4 бп до 256 бп.

Открытие торгов по еврооблигациям: снижение рейтинга банков США довлеет над рынками; нефть стабильна; ждем снижения котировок на открытии; в фокусе – «Бежевая книга» ФРС и безработица от ADP

Оптимизм, царивший на рынках в понедельник, начал испаряться. Решения Еврогруппы рынки расценили как половинчатые и мало что меняющие по сути проблематики. Ускорило же процесс снижение агентством S&P рейтинга ряда ведущих американских банков, включая Bank of America и Goldman Sachs. В итоге азиатские фондовые индексы торгуются в красной зоне (**Nikkei 225** теряет около 0.5%), в минусе также фьючерс на **S&P 500** (–0.5%). Баррель Brent практически не изменился в цене с момента закрытия основных торгов в России накануне и торгуется возле отметки USD110.5. Мы полагаем, что торги на российском рынке еврооблигаций начнутся с небольшого снижения котировок.

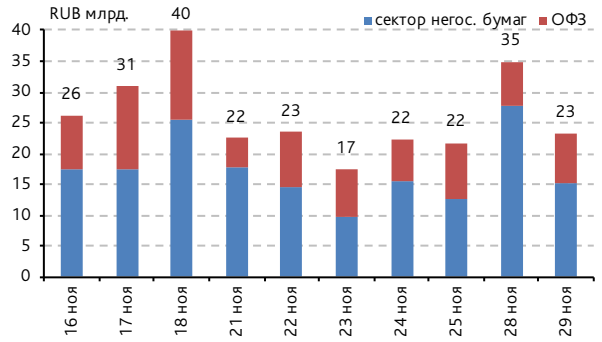
Из новостного фона отметим намеченное на сегодня заседание министров финансов ЕС, а также публикацию «Бежевой книги» от ФРС США. Важными статданными сегодня станут данные доклада по занятости в частном секторе экономики США по версии компании ADP, традиционно предваряющего официальный ежемесячный отчет по безработице (будет опубликован в пятницу).

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

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	30.5%
от 1 до 1.5 лет	13.7%
от 1.5 до 2 лет	6.2%
от 2 до 3 лет	17.8%
от 3 до 5 лет	20.1%
> 5 лет	11.7%

распределение совокупного оборота торгов по дюрации

Доходности

		YTM	Dur
ОФЗ (<2.5 лет)	▼	7.13%	2.0
ОФЗ (2.5-4.5 лет)	▲	8.11%	3.5
ОФЗ (>4.5 лет)	▼	8.14%	6.5
Банки	◀▶	8.17%	1.5
Корп 1 эшелон	▲	7.95%	2.0
Корп 2 эшелон	▲	8.82%	2.0

Продолжение покупок в длинных ОФЗ; в корпоративном секторе отмечаем продажи в новых выпусках, демонстрировавших наибольшую ликвидность на вчерашних торгах

Несмотря на преобладание оборотов в корпоративном секторе, участники рынка вчера были в меньшей степени настроены здесь на покупки. Из новых наиболее ликвидных выпусков на вчерашних торгах **Газпром Капитал-3** (YTW 7.56%) в цене не изменился, а **Росбанк БО-3** (YTW 9.45%) подешевел на 25 бп, несмотря на небольшую дюрацию в 1.4 года. При этом участники рынка продолжили покупки в длинных ОФЗ: **ОФЗ 26204** (YTM 8.46%) и **ОФЗ 25077** (YTM 8.16%) выросли на 10–25 бп.

Татфондбанк установил купон по верхней границе ориентиров, что выглядит весьма интересно, учитывая возможность включения в Ломбардный список ЦБ РФ

Татфондбанк вчера закрыл книгу заявок инвесторов на покупку новой серии облигаций **Татфондбанк БО-3** объемом RUB2 млрд. В ходе маркетинга купон был установлен по верхней границе ориентиров, т.е. на уровне 12.25%, что предполагает YTP 12.63% к оферте через год. Техническое размещение бумаг на вторичном рынке назначено на 1 декабря 2011 г.

Установленные параметры, на наш взгляд, выглядят весьма интересно. Даже если бумага не будет обладать высокой ликвидностью на вторичном рынке, ввиду незначительного объема размещения, инструмент представляет интерес в качестве актива до погашения. Вдобавок, облигации соответствуют смягченным требованиям включения в Ломбардный список ЦБ, поэтому могут использоваться инвесторами в качестве залогового инструмента для получения денежных средств, как и другие обращающиеся выпуски банка.

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

30 ноя	Поступление средств с аукциона Минфина (RUB46 млрд., 21 день)
30 ноя	Возврат Минфину RUB38.0 млрд. бюджетных средств с депозитов
5 дек	Аукцион прямого РЕПО ЦБ на срок 3 мес.
7 дек	Аукцион ОФЗ 26206 на RUB10 млрд.
7 дек	Возврат Минфину RUB111.2 млрд. бюджетных средств с депозитов
14 дек	Возврат Минфину RUB227 млрд. бюджетных средств с депозитов

RUB МБК o/n intraday

	откр.	мин.	макс.	закр.
1-й круг	5.50/5.75	4.75	6.00	5.00/5.50
2-й круг	5.75/6.25	5.25	6.25	5.25/5.75

Динамика внутри дня (1-й круг)

УТРО	ДЕНЬ	ВЕЧЕР
5.50-5.75	5.50-5.75	5.00-5.50

Дневной лимит однодневного РЕПО с ЦБ в RUB500 млрд. второй день выбирается банками в полном объеме; вчера Минфин полностью разместил средства на аукционе

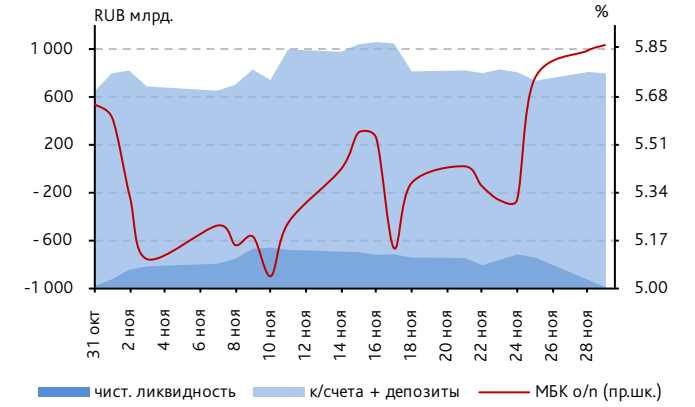
Напряженная ситуация с ликвидностью присутствует на рынке уже второй день – вчера банки вновь выбрали весь лимит однодневного аукционного РЕПО с ЦБ (RUB500 млрд.), предъявив спрос в RUB581.4 млрд. Средневзвешенная ставка по итогам второй сессии составила 5.61%.

Спрос на недельное РЕПО оказался меньшим (RUB340.1 млрд., +RUB85.3 млрд. относительно привлечения в прошлый вторник). Данные средства поступят сегодня, и в случае сохранения столь же высокого спроса на ликвидность от ЦБ чистая ликвидная позиция банков по операциям с ЦБ и с учетом задолженности перед Минфином рискует перешагнуть рубеж в –RUB1 трлн. По итогам вчерашнего дня показатель составил –RUB963.0 млрд.

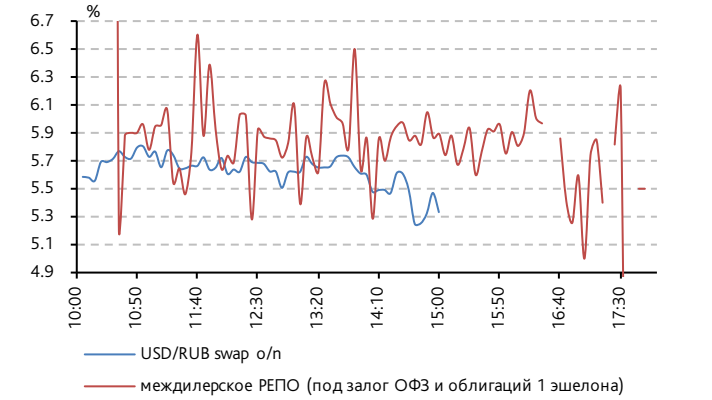
Ажиотажный спрос на деньги вчера обеспечило размещение всего объема предложения на аукционе Минфина (RUB46 млрд. на 21 день). На аукцион пришли 3 банка, заявки двух из них были удовлетворены. Средневзвешенная ставка размещения составила 5.96%, незначительно превысив установленный ведомством минимум. Тем не менее усиления напряженности в ставках money market не произошло: внутри дня банки первого круга на МБК занимали в овернайт по-прежнему по 5.50–5.75%, а ставки на конец дня соответствовали уровням двух предшествующих дней. На рынке междилерского РЕПО сделки под обеспечение ОФЗ и облигаций 1-го эшелона шли в диапазоне 5.0–6.60%.

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

Ликвидность



Ставки РЕПО и валютных свопов o/n intraday



Кредитные комментарии

ТМК опубликовала нейтральную отчетность по МСФО за 9М 2011; долговая нагрузка немного снизилась, но долг по-прежнему велик; к евробондам относимся нейтрально

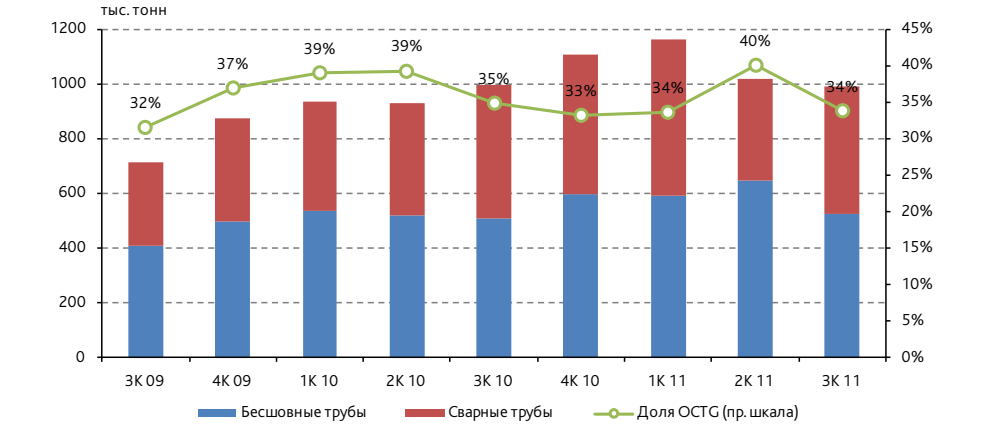
ТМК	B1/B+/NR
МСФО, 9М 2011	
Выручка, USD млрд.	5.2
EBITDA margin	15%
Долг/EBITDA	3.5

Вчера один из лидеров российской трубной промышленности, ТМК, опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

ТМК в 3К 2011 г. продемонстрировала не самую лучшую динамику на операционном уровне в квартальном выражении. Общий объем продаж труб практически не изменился, однако существенно выросла доля сварных труб в структуре продаж за счет более высокого спроса на этот вид труб на американском рынке. В квартальном выражении снизилось и производство труб для нефтегазовой отрасли (OCTG) – их доля в совокупном объеме продаж в 3К 2011 г. составила около 34%. Во многом негативный оттенок квартальных данных связан со сравнительно высокой базой 2К.

ДИАГРАММА. СТРУКТУРА ПРОДАЖ ТРУБ ТМК



Источник: данные компании, НБ «Траст»

В годовом выражении основные производственные и операционные показатели продемонстрировали уверенный рост: выручка ТМК за 9М 2011 г. увеличилась более чем на 30% и достигла USD5.2 млрд., EBITDA выросла до USD788 млн., т.е. на 32% относительно 9М 2010 г. Подобная динамика объясняется как ростом производства бесшовных труб, так и ростом цен на основных рынках. Рентабельность по EBITDA сохранилась на уровне прошлого года – около 15%.

Чистый операционный денежный поток ТМК по итогам 9М 2011 г. увеличился до USD580 млн. или почти в 2 раза относительно результатов прошлого года за аналогичный период. Это позволило компании сгенерировать свободный денежный поток и начать погашать долг.

ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ТМК

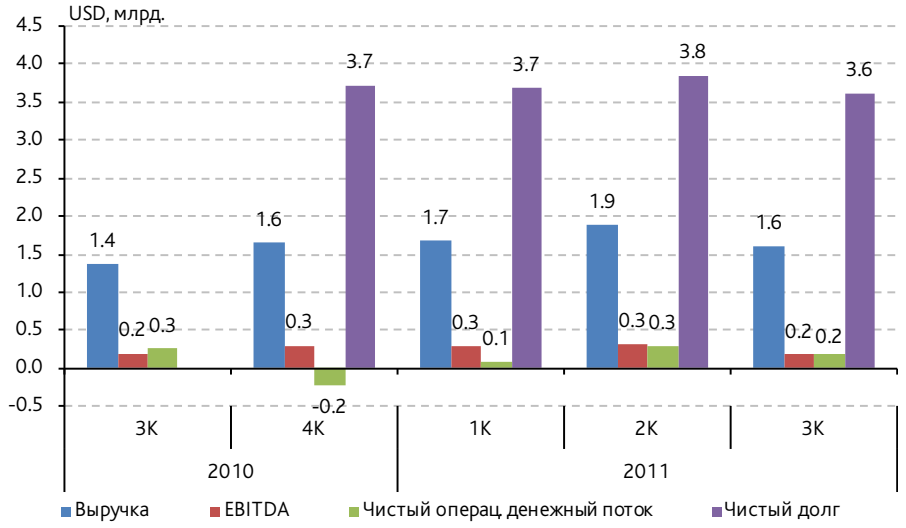
МСФО, USD млн.	9М 2010	2010	9М 2011	3К11/2К11	9М11/9М10
Выручка	3,931	5,579	5,151	-15%	31%
EBITDA	597	900	788	-44%	32%
Чистая прибыль	102	104	279	-86%	173%
Чистый операц. денежный поток	270	44	580	-32%	115%
Капвложения и M&A	229	288	317	14%	39%
Свободный денежный поток	41	-271	267	-59%	> 500%
Совокупный долг, *в т.ч.*		3,872	3,769	-6%	
краткосрочный долг		*702*	*446*	*-17%*	
Денежные средства и эквиваленты		158	153	-10%	
Активы		6,862	6,943	-9%	
Показатели					
EBITDA margin	15%	16%	15%		
EBITDA/проценты	2.1	2.1	3.4		
Долг/EBITDA*		4.3	3.5		
Чистый долг/EBITDA*		4.1	3.3		
Долг/Собственный капитал		2.4	2.1		

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

Комментарии менеджмента относительно планов на 4К 2011 г. и 2012 г. в целом отражают нейтральную оценку ситуации на рынках стали и труб. Компания ожидает стабильного спроса на свою продукцию как на рынках ТБД, так и на рынках OCTG.

Благодаря росту операционных показателей и девальвации рубля по итогам 9М 2011 г. долговая нагрузка ТМК несколько снизилась, составив около 3.3х по показателю «Чистый долг/EBITDA», что уже не столь опасно с точки зрения нарушения ковенантов по еврооблигациям. Снижение долга на USD300 млн. произошло в основном из-за переоценки его рублевой части. Доля краткосрочного долга продолжила снижаться, хотя его объем все же превышает объем ликвидных средств на счетах компании примерно в 3 раза, запас неиспользованных кредитных ресурсов от банков (более USD700 млн.) гарантирует безболезненное погашение или рефинансирование краткосрочных займов.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ТМК



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Рублевые облигации ТМК не слишком ликвидны и не предлагают интересных торговых идей. Длинные еврооблигации ТМК традиционно предлагают привлекательную премию к кривой евробондов Евраза в размере около 100–120 бп. В нынешних рыночных условиях мы считаем этот спред справедливым и не ожидаем его сужения.

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

Отчетность по МСФО X5 за 9М 2011: квартальные результаты не радуют, но долговая нагрузка постепенно снижается; ликвидность присутствует только в бумагах Копейки, считаем их приемлемой инвестицией до погашения

X5 Retail Group	B1/B+/NR
МСФО, 9М 2011	
Выручка, USD млрд.	11.5
EBITDA margin	6.8%
Долг/EBITDA	3.5

Вчера крупнейший ритейлер России, X5 Retail Group, опубликовал отчетность по МСФО за 9М 2011 г.

КОММЕНТАРИЙ

X5 Retail Group продемонстрировал умеренно негативные результаты в квартальном выражении: снижение выручки в пересчете на USD составило около 10% (в рублях снижение составило порядка 6%), EBITDA уменьшилась на 23%. Менеджмент компании мотивирует негативные результаты 3К ускорением интеграции Копейки и последовавшим за ним увеличением затрат. В годовом выражении динамика роста выглядит впечатляющей: выручка за 9М 2011 г. увеличилась до USD11.5 млрд. (почти +50% относительно 9М 2010 г.). Рентабельность по EBITDA несколько снизилась и составила около 6.8% из-за более слабой динамики операционных показателей магазинов Копейки в течение 9М текущего года.

Примечательно, что X5 смогла в 3К сгенерировать положительный свободный денежный поток: это произошло благодаря существенному увеличению денежных потоков от операционной деятельности и оптимизации рабочего капитала. Менеджмент компании в ходе телеконференции заявил, что компания сохраняет планы по органическому росту и открытию на конец года 540 новых магазинов. Кроме того,

реорганизация и ребрендинг магазинов Копейки были успешно завершены в начале 4К 2011 г., поэтому операционные результаты по его итогам должны существенно превысить результаты 3К.

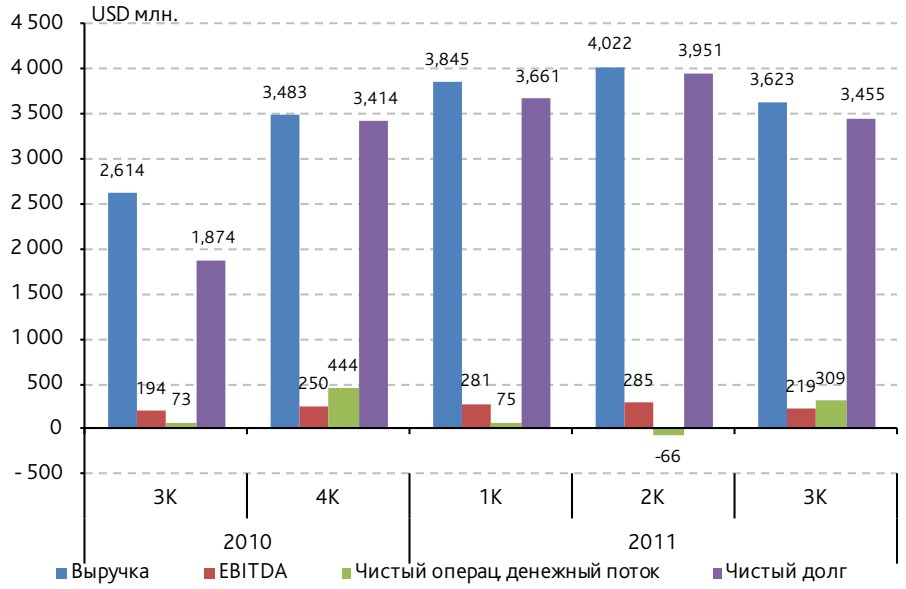
ТАБЛИЦА. КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ X5

МСФО, USD млн.	9M 2010	2010	9M 2011	3K11/2K10	9M11/9M10
Выручка	7,798	11,280	11,490	-10%	47%
EBITDA	593	844	786	-23%	32%
Чистая прибыль	183	267	168		-8%
Чистый операц. денежный поток	-66	378	318		
Капвложения и M&A	225	1,507	434	45%	93%
Свободный денежный поток	-263	12	-116		
Совокупный долг, *в т.ч.*	1,965	3,685	3,581	-13%	82%
краткосрочный долг	*663*	*508*	*773*	*21%*	*17%*
Денежные средства и эквиваленты	92	271	126	-17%	38%
Активы	5,935	8,757	8,265	-10%	39%
Показатели					
EBITDA margin	7.6%	7.5%	6.8%		
EBITDA/проценты, (x)	7.9	6.4	3.7		
Долг/EBITDA*, (x)	2.4	4.4	3.5		
Чистый долг/EBITDA*, (x)	2.3	4.0	3.3		
Долг/Собственный капитал, (x)	1.0	1.8	1.7		

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

Ситуация с долгом X5 постепенно улучшается: компания в 3К погасила около USD500 млн., что позволило снизить долговую нагрузку по показателю «Чистый долг/EBITDA» до 3.3x (3.9x – в конце 1П 2011 г.). Компания также располагает невыбранными кредитными линиями объемом порядка RUB60 млрд. от ведущих российских банков, что позволит ей рефинансировать краткосрочный долг даже в том случае, если динамика денежных потоков окажется не такой позитивной, как в 3К 2011 г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ X5



Источник: данные компании, НБ «Траст»

Рублевые облигации X5 практически неликвидны, а их индикативные доходности соответствуют доходностям бумаг компаний первого эшелона. Интересными выглядят только короткие бумаги Копейки, ликвидность в которых еще сохраняется на сравнительно высоком уровне. Эти бумаги при дюрации около 4 месяцев предлагают доходность выше 9% годовых, чуть более длинные бумаги **Копейка БО-1** (дюрация около полугода) дают уже больше 10%. Эти бумаги можно рассматривать как высокодоходную инвестицию до погашения инвесторам, для которых невхождение бумаг в Ломбардный список не является препятствием.

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

Moody's понизило рейтинг ОТП Банка на одну ступень до «Ba2»; умеренно негативно для кредитного профиля банка; не ожидаем реакции в облигациях из-за их ограниченной ликвидности

ОТП Банк	Ba2/BB/NR
РСБУ, 10М 2011	
Кредиты, RUB млрд.	92.1
NPLs (+1 день)	11.1%
H1	17.0%

Вчера агентство Moody's понизило рейтинг ОТП Банка на одну ступень до «Ba2», оставив его на пересмотре с возможностью дальнейшего понижения. Основной причиной является снижение оценки самостоятельной устойчивости материнского банка и, как следствие, ослабление потенциала поддержки со стороны акционеров.

КОММЕНТАРИЙ

Данная новость умеренно негативна для кредитного профиля банка и его облигаций. Впрочем, мы не склонны ожидать существенной реакции на новость в котировках рублевых выпусков из-за их ограниченной ликвидности.

На данный момент рейтинг российского банка от Moody's включает в себе поддержку материнского банка в виде премии в размере одной ступени к оценке самостоятельной устойчивости банка. Поэтому, как мы понимаем, дальнейшее ухудшение ситуации в Венгрии и Венгерском ОТП Банке, в частности, может привести к снижению рейтинга российского подразделения еще на одну ступень.

Впрочем, заметим, что российский банк является приоритетным активом группы, поскольку демонстрирует позитивную динамику основных финансовых показателей (см. «Навигатор долгового рынка» от 21.11.2011 г.) и формирует существенную долю доходов группы (около 20% по итогам 9М 2011 г.). При этом рейтинговое агентство отмечает наличие заинтересованности акционеров в предоставлении ликвидных средств и капитала российскому банку, что является важным фактором его кредитоспособности. Однако мы не исключаем, что возможность оказания поддержки будет ограничена из-за ухудшения финансовых метрик материнского банка. Напомним, что, по данным МСФО за 2010 г., доля средств материнского банка составила около 20% от всех заемных средств российского подразделения.

Рублевые облигации банка на данный момент не отличаются высокой ликвидностью. Сделки по недавно размещенному выпуску **ОТП БО-3** проходили по цене около номинала при YTP 10.6–10.7% к годовой оферте, не располагая, на наш взгляд, существенным потенциалом роста котировок.

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

Казкоммерцбанк опубликовал нейтральные итоги по МСФО за 9М 2011: кредитный портфель восстановил позитивную динамику в 3К 2011, но его качество ухудшилось; еврооблигации банка считаем неинтересными

ККБ	Ba3/B/B-
МСФО, 9М 2011	
Кредиты, KZT трлн.	2.7
NPLs (+90 дней)	24.8%
NIM	3.7%

КОММЕНТАРИЙ

Казкоммерцбанк вчера опубликовал отчетность за 9М 2011 г. по МСФО, а также провел телеконференцию с участниками рынка. Финансовые результаты банка за 3К 2011 г. мы оцениваем нейтрально: кредитный портфель показал незначительный рост при сохранении существенного объема проблемных займов, а показатели рентабельности и маржинальности остались на прежнем невысоком уровне.

Банку удалось восстановить позитивную динамику кредитного портфеля в 3К 2011 г. Впрочем, объем кредитования вырос только на 1.1% (до KZT2,696 млрд.), т.е. медленнее рынка. Так, согласно данным КФН, казахстанские банки нарастили объем кредитования за 3К 2011 г. на 5.2% (без учета реструктурированных кредитных организаций) при невысоких темпах прироста ссудных портфелей у крупных участников рынка (0.6–1.6% для Халык Банка и АТФ Банка).

Качество кредитного портфеля ККБ осталось на прежнем уровне: доля просроченных свыше 90 дней кредитов выросла на 1 п.п. до 24.8% в портфеле, хотя уровень NPLs с просрочкой выше 30 дней для корпоративных займов и 60 дней для розничных сократился на 0.8 п.п. до 27.3% от всех займов. Вдобавок, по заявлениям менеджмента, объем реструктурированных ссуд остался на прежнем уровне (18% от кредитного портфеля по итогам 1П 2011 г.). Мы позитивно смотрим на реформирование законодательства по упрощению процедуры списания проблемных ссуд с балансов, однако не ожидаем, что принятие мер существенно ускорит процесс восстановления качества кредитов в среднесрочной перспективе.

Стоит заметить, что банк поддерживает весьма комфортный уровень достаточности капитала и ликвидных средств. Так, показатель достаточности капитала 1-го уровня составил 17.5%, при этом у банка сохраняется необходимый запас ликвидных средств

для осуществления выплат по публичному долгу на диапазоне до года. Отметим, что в 3К 2011 г. банк выкупил KZT22.1 млрд. собственных облигаций, свыше 80% погашения которых приходится на 2011–2014 гг.

На наш взгляд, еврооблигации ККБ выглядят наиболее интересно среди других бумаг казахстанских банков, адекватно отражая кредитные риски эмитента и трудности в банковской системе Казахстана. Однако ликвидность в бумагах остается ограниченной, и мы не склонны рассчитывать на существенный рост котировок бумаг, ввиду преобладания негативных ожиданий на рынке и последовательного ухода инвесторов из рисковых активов. На данный момент евробонды ККБ торгуются с YTM 8.5–12.5% на диапазоне 1–7 лет при широких bid/ask спредах, предлагая премию около 270–320 бп к кривой бумаг Халык Банка.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ККБ

МСФО, KZT млрд.	**2009**	**2010**	**1К 11**	**1П 11**	**9М 11**
Чистые процентные доходы	194	139	29	56	86
Чистые комиссионные доходы	17	17	3	7	11
Операционные доходы до резервов	254	160	33	66	92
Операционные расходы	-30	-36	-8	-18	-24
Отчисления в резервы	-192	-96	-15	-33	-47
Чистая прибыль	19	22	6	12	18
Денежные средства	91	61	101	112	90
Ценные бумаги	132	242	308	359	308
Кредитный портфель, гросс	2,666	2,747	2,714	2,668	2,696
Резервы	-506	-572	-584	-600	-611
Кредитный портфель, нетто	2,161	2,175	2,130	2,068	2,085
Средства кредитных организаций	209	147	176	127	112
Средства клиентов, *в т.ч.*	1,276	1,507	1,502	1,621	1,529
частных клиентов	*328*	*451*	*481*	*516*	*537*
Долговые ценные бумаги размещенные	464	375	333	367	349
Субординированный долг	136	137	137	136	139
Собственный капитал	390	414	422	428	431
Активы	2,588	2,688	2,674	2,780	2,674
Показатели					
Доходность собственного капитала (ROAE)	5.4%	5.5%	5.7%	5.7%	5.7%
Доходность активов (ROAA)	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
Расходы/Доходы	11.9%	22.4%	25.2%	26.6%	26.4%
Чистая процентная маржа (NIM)	6.9%	4.6%	3.8%	3.6%	3.7%
NPLs(свыше 90 дней)/кредиты	21.3%	22.0%	24.9%	23.8%	24.8%
NPLs*/Кредиты	22.8%	25.4%	27.7%	28.1%	27.3%
Резервы/Кредиты	19.0%	20.8%	21.5%	22.5%	22.7%
Стоимость риска	7.5%	3.5%	2.1%	2.5%	2.3%
Достаточность капитала 1 уровня (Tier 1)	15.9%	16.2%	17.4%	17.6%	17.5%
Достаточность капитала (TCAR)	20.1%	20.1%	21.7%	22.1%	22.0%

** NPLs в определении ККБ: с просрочкой больше 30 дней для корпоративных кредитов и 60 дней для розничных ссуд*
Источник: данные банка, НБ «Траст»

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

Российская макроэкономика

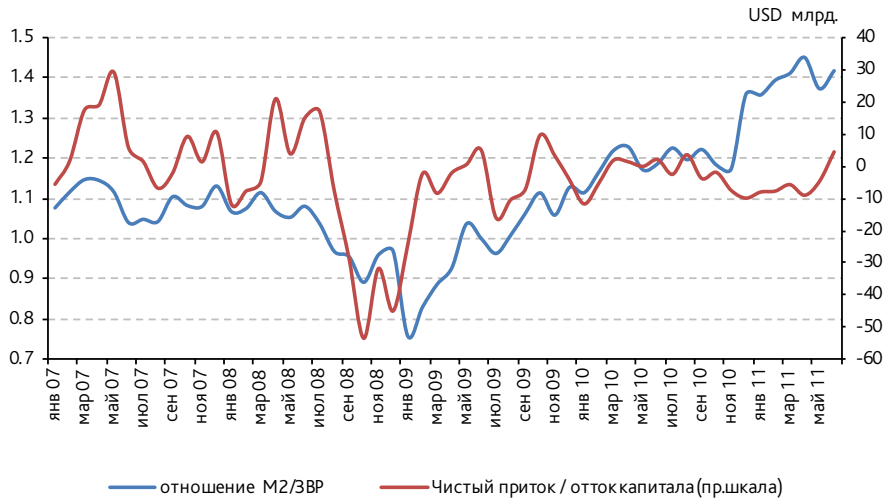
29 ноября на заседании Правительственной комиссии было решено упростить и расширить доступ для иностранных компаний в пищевую и медицинскую промышленность, банковский сектор и сферу недропользования

Вчера состоялось заседание Правительственной комиссии по контролю за осуществлением иностранных инвестиций. В ходе работы было отмечено, что в уходящем году на законодательном уровне приняты пакеты мер, призванные оптимизировать процессы регулирования и контроля инвестиционной деятельности, рассмотрения заявок от иностранных инвесторов. Также решено упростить и расширить доступ для иностранных компаний в пищевую и медицинскую промышленность, в банковский сектор и сферу недропользования.

Председатель Правительства РФ подчеркнул, что за январь–октябрь 2011 г. приток иностранных инвестиций вырос до USD36 млрд. (против USD32.2 млрд. в 2010 г.). Однако премьер-министр остался не очень доволен статистикой: вместо ожидаемого годового притока в USD60–70 млрд. Россия получила отток капитала за 3К 2011 г., равный USD64 млрд., при этом годовой прогноз ЦБ РФ составляет USD74 млрд. Причины сложившейся ситуации хорошо известны – неблагоприятный инвестиционный климат и неэффективные государственные и рыночные институты.

Несмотря на относительно неплохие макроэкономические показатели, перспективы российской экономики негативно оцениваются иностранными инвесторами. Это подтверждают результаты сравнительного анализа чистого притока/оттока капитала и индикатора «М2/Международные резервы (ЗВР)», который используется для оценки «давления» на валютный рынок (см. диаграмму). В условиях стабильной макроэкономической среды уменьшение отношения «М2/ЗВР» свидетельствует об увеличении чистого притока иностранных инвестиций. Однако российская экономика в большей степени подвержена внешним шокам, чем развитые страны, поэтому линейной зависимости между этими двумя показателями не наблюдается. Особенно сильным является расхождение тенденций именно в 2011 г., когда глобальные рынки отличаются повышенной волатильностью, а Россия в очередной раз претендует на звание «тихой гавани». На наш взгляд, отсутствие бума иностранных инвестиций не всегда является негативным макроэкономическим сигналом. Если темпы роста внешнего долга оказываются меньше темпов экономического роста, то это гарантирует финансовую безопасность страны в долгосрочной перспективе. Проблема российской экономики вовсе не в слабости притока, она скорее в растущих объемах оттока капитала. Данный фактор сохранит свою значимость и в 2012 г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ЧИСТОГО ПРИТОКА/ОТТОКА КАПИТАЛА И ОТНОШЕНИЯ «М2/ЗВР»



Источник: Банк России, НБ ТРАСТ

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

Календарь по рублевым облигациям

Последние размещения

Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок	YTW
29 ноя	ТрансФин-М-17	1.0	9.70%	3*	9.94%
24 ноя	Костромская обл-6	4.0	9.50%	5	9.84%
22 ноя	Интертехэлектро-НГ-1	0.2	8.75%	5	8.94%
22 ноя	ТрансФин-М-16	1.0	9.70%	3*	9.94%
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-3бо	10.0	8.95%	1.5*	9.15%
15 ноя	Банк Зенит-3бо	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-3бо	4.0	10.50%	1*	10.75%
2 ноя	ВЭБ-Лизинг-9	5.0	8.80%	3*	8.99%

Ближайшие выпуски

Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Срок
1 дек	Татфондбанк-3бо	2.0	12.25%	1*
1 дек	Удмуртия-5	2.0	10.15%	5
2 дек	Карелия-14	1.0	9.99%	5
5 дек	Автодор-1	3.0	9.25-9.75%	5
6 дек	Бинбанк-3бо	2.0	11.75-12.5%	1*
6 дек	Башнефть-1бо	10.0	9.50-9.95%	2*
7 дек	Uranium One-1	16.5	9.50-10.50%	5*
15 дек	Коми-10	2.1	9.50%	5

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	RUB млрд.	Купон	Нов. купон	Срок
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%	8.25%	2
2 дек	Трудовое	0.0	12.00%	12.00%	1*
6 дек	СатурнНПО-3	3.5	8.50%	8.00%	1*
7 дек	ВТБ Лизинг-7	4.2	6.85%	8.15%	3*
7 дек	СКБ-Банк-4бо	2.0	9.80%	10.75%	1*
8 дек	Райффайзенбанк-4	10.0	13.50%	8.75%	2
8 дек	Росдорбанк	1.1	10.50%	11.50%	2
8 дек	РСХБ-05	10.0	13.50%	8.75%	2*
8 дек	Формат	1.0	17.00%	17.00%	1*
8 дек	ЧТПЗ-1бо	5.0	16.50%	12.50%	1*
8 дек	Элемент Лизинг-2	2.3	12.00%	14.00%	1*
12 дек	ПромНефтеСервис	3.0	7.75%	8.25%	1*
14 дек	Разгуляй-13бо	1.0	0.00%	0.00%	1
15 дек	МБРР-5	5.0	8.25%	н.д.	3
16 дек	ММК-2бо	10.0	9.70%	н.д.	1
16 дек	Т-Платформы	0.1	11.50%	н.д.	3

** срок до ближайшей оферты, лет*

Ближайшие погашения

Дата	Выпуск	RUB млрд.
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	ОГК3	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
19 янв	ЛК УралСиб-4	2.0
19 янв	ЛК УралСиб-5	3.0
27 янв	ЛенЭнерго-2	3.0

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	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

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

ТРАСТ | Банк

Инвестиционный блок

Руководитель инвестблока Игорь Потапов +7 495 647-90-44

Дирекция анализа долговых рынков

research.debtmarkets@trust.ru

+7 495 789-36-09

Руководитель дирекции

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

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

Дирекция финансовых рынков

sales@trust.ru

+7 495 647-25-92

Руководитель управления торговли

Андрей Труфакин
+7 495 789-60-58
andrey.trufakin@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

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

Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо 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 Правиле 15а-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 данным 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.