

Монитор первичных размещений от 9 ноября 2010 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на
рублевом долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность ² (%) @ срок ¹ , лет
РСХБ БО-06	10,0	6,7% @ 1,5
ТМК БО-01	5,0	9,0% @ 3
ЛК Уралсиб БО-03	3,0	9,8% @ 3
ФСК ЕЭС 07	5,0	7,6% @ 5
ЕвразХолдинг Финанс 02, 04	15,0	10,2% @ 5
ФСК ЕЭС 09, 11	15,0	8,1% @ 7
ЭФКО Пи 01	1,3 @ 1	10 ноя (ЗК) ³
Группа Черкизово БО-03	3,0 @ 3	12 ноя (А) ³
Росводоканал ОЗ	3,0 @ 5	12 ноя (ЗК) ³
МТС 08	15,0 @ 5	12 ноя (ЗК) ³
МТС 07	10,0 @ 7	12 ноя (ЗК) ³
Русфинанс Банк 10, 11	4,0 @ 3	12 ноя (ЗК) ³
ЮниКредит Банк 04	10,0 @ 2	13 ноя (ЗК) ³
ТрансКредитБанк БО-01	5,0 @ 3	17 ноя (А) ³
Внешпромбанк БО-01	3,0 @ 3	26 ноя (ЗК) ³
ТКС Банк БО-02	1,5 @ 3	26 ноя (ЗК) ³

¹ до погашения или ближайшей оферты
² на день размещения
³ дата закрытия книги или аукциона по ставке 1-го купона

Завершенные и текущие первичные сделки
на еврооблигационном рынке

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон (%)
LenSpecSMU 2015	150	9,75%
PBV 2016 sub	50	11,75%
Lukoil 2020	1 000	6,13%
YTB 2020	1 000	6,55%
Alrosa 2020	1 000	7,75%
Yeb 2017/2025	TBD	TBD

В ВЫПУСКЕ

- ▶ Группа Черкизово – интересный риск, агрессивный прайсинг
- ▶ Росводоканал – подводные камни ЖКХ
- ▶ ЭФКО – знакомая история в третьем эшелоне

Группа Черкизово – инвестиционный вывод

Группа Черкизово импонирует нам в силу своих лидирующих позиций на высоко фрагментированном рынке мяса, продолжающейся поддержке сельхозпроизводителей со стороны государства, способности генерировать в последние годы операционные денежные потоки, достаточные для покрытия капитальных вложений, а также умеренной долговой нагрузки (2,1x «Долг/ЕБИТДА» на середину 2010 года по US GAAP). В качестве основных вызовов для эмитента мы видим его подверженность колебаниям цен на сельхозсырье, а также риск того, что планы группы по развитию в ближайшие годы могут привести к росту левериджа.

Справедливую доходность облигаций Группа Черкизово БО-03 на сегодняшний день мы определили бы на уровне 8,5–8,7% годовых, т. е. ближе к верхней границе обозначенного организаторами диапазона (8,16–8,68%).

Росводоканал – инвестиционный вывод

Отраслевая специфика деятельности компании предполагает пристальное внимание со стороны как местных властей, так и природоохранных органов, что чревато созданием негативного информационного фона, который может добавить волатильности облигациям. Отчасти риски компенсируются акционерной поддержкой. Отдельно обращаем внимание на то, что у эмитента есть право досрочного выкупа (call option) в любую дату выплаты купона. На наш взгляд, выпуск интересен с доходностью 10% к 3-х летней оферте.

ЭФКО – инвестиционный вывод

Хотя мы отдаем должное наличию у ЭФКО позитивной кредитной истории на публичном долговом рынке, на наш взгляд, участие в выпуске сопряжено с существенными рисками – главным образом, рисками рефинансирования долга в случае предъявления бумаги к оферте через год. С позитивной точки зрения мы отмечаем относительную устойчивость бизнеса ЭФКО к кризису и существенный объем поддержки со стороны государства (в том числе в виде госгарантий по займам).

Мы полагаем, что для инвесторов, ориентированных на высокодоходные бумаги и верящих в то, что на горизонте до оферты компания не потеряет доступ к банковскому заемному капиталу, покупка бондов ЭФКО Пищевые Ингредиенты доходностью выше 12% может быть интересна с точки зрения диверсификации рисков.



КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

Группа Черкизово БО-03

Эмитент	ОАО «Группа Черкизово»
Рейтинги, S/M/F	-/B2/-
Объем, млрд руб.	3,0
Срок обращения, лет	3
Оферта по номиналу	–
Ориентир купона	8,00–8,50%
Ориентир доходности	8,16–8,68%
Дата аукциона по ставке 1-го купона	12 ноября

Группа Черкизово – интересный риск, агрессивный прайсинг

В пятницу, 12 ноября, Группа Черкизово проведет аукцион по размещению биржевых облигаций серии 03 объемом 3,0 млрд руб. Ориентир ставки полугодичных купонов, заявленный организаторами, в настоящее время составляет 8,00–8,50% годовых, что соответствует доходности УТМ 8,16–8,68% к погашению инструмента через 3 года.

Последний раз Группа Черкизово занимала на публичном долговом рынке достаточно давно – в 2006 году компания разместила единственный на сегодняшний день выпуск облигаций 01-й серии объемом 2,0 млрд руб. с погашением в мае 2011 года (в настоящее время в рынке находится бумаг объемом чуть более 300,0 млн руб.).

Краткая характеристика

Группа Черкизово – лидер сильно фрагментированного отечественного рынка мяса. По данным независимых источников, по итогам 2009 года

она занимала 1-е место на российском рынке мясопереработки, 2-е место по производству мяса птицы и 4-е место – по производству свинины в стране (с долями рынка 3,5% в стоимостном выражении, 8,2% и 4,4% в натуральном выражении соответственно). Консолидированные активы группы на 30 июня 2010 года по US GAAP составили почти 1,2 млрд долл., выручка за 1П10 г. – 579,9 млн долл.

Мы обращаем внимание инвесторов на наиболее важные факторы кредитоспособности компании:

- ▶ **Устойчивый бизнес с высокой степенью вертикальной интеграции.** Бизнес Группы Черкизово ориентирован на производство продуктов питания, а потому по определению характеризуется низкой степенью цикличности: даже в 2009 году, в условиях экономического кризиса, объемы производства свиней и птиц на убой всеми категориями хозяйств в стране (по официальным данным) продемонстрировали рост. Сама группа в 2009 году продала 184,3 тыс. т птицы (-1,4% г/г), 130,0 тыс. т продуктов мясопереработки (-10,3%) и произвела 53,8 тыс. т свинины в живом весе (+37,9%). При этом уже в 2010 году динамика операционных показателей по всем направлениям деятельности находится в положительной зоне в годовом сопоставлении (добавим, что по итогам 9М10 г. объемы производства сегментами свиноводства и птицеводства в абсолютном выражении находятся выше уровня докризисных 9М08 г.).

На маргинальные сегменты птицеводства и свиноводства приходится почти 60,0% выручки группы (58,1% по итогам 1П10 г. по US GAAP), при этом развитие последнего сегмента в последнее время шло наиболее активными темпами благодаря расширению действующих и приобретению новых мощностей (во многом объясняет упоминавшийся рост операционных результатов сегмента в 2009 году). Отметим, что производственный процесс группы имеет высокую степень вертикальной интеграции: в частности, Черкизово на 90% обеспечивает собственные потребности в комбикормах (основная статья себестоимости), при этом расширение мощностей в свиноводстве должно способствовать в том числе большему удовлетворению потребностей сегмента мясопереработки за счет внутренних источников.

- ▶ **Высокая степень государственной поддержки.** Поставленная правительством задача добиться в перспективе ближайших 5 лет 90%-ной обеспеченности страны мясом птицы и свинины побуждает государство оказывать разностороннюю поддержку отечественным производителям сельхозпродукции. Так, в 2009 году группа Черкизово сэкономила 28,0 млн долл. на процентных расходах (в настоящее время примерно 89% привлеченных группой кредитов субсидируются в размере до 2/3 ставки рефинансирования ЦБ). К тому же величина импортных квот постепенно снижается, а налогообложение для предприятий сельского хозяйства осуществляется исходя из льготного режима.

Хотя наличие поддержки не следует рассматривать как гарантию выплат по облигациям, мы не имеем оснований полагать, что ситуация претерпит изменения в ближайшие 3 года (период обращения бумаг серии БО-03).

- ▶ **Расширение масштабов деятельности за счет органического роста и M&A – возможен рост долговой нагрузки.** Экспансия Черкизово на высоко сегментированный рынок мяса традиционно осуществлялась как за счет органического роста (переоснащение и увеличение имеющихся мощностей), так и за счет приобретения других активов. Стоит отметить, что после 2007 года – когда расширение присутствия группы на рынке птицы было обеспечено за счет приобретения ОАО «Куриное царство» за 142,5 млн долл. – основные сделки с ее участием на рынке M&A характеризовались более точечным характером и меньшими масштабами (цена не более 100,0 млн долл.). В то же время подобная политика сама по себе вряд ли будет способствовать тому, чтобы долговая нагрузка на компанию снижалась дальше с ее нынешнего вполне умеренного уровня (см. ниже).

Нельзя обойти стороной и масштабный проект строительства заводов по производству мяса птицы и свинины в Елецком районе Липецкой области. Проект имеет долгосрочный характер, общий объем инвестиций, по появившейся в открытых источниках информации, может составить до 25,0 млрд руб. (СМИ сообщали, что группа рассчитывала привлечь 22,0 млрд руб. кредитов и профинансировать самостоятельно оставшиеся 3,0 млрд руб.). В то же время перспективы реализации проекта до сих пор не до конца ясны; в частности, до сих пор ведется обсуждение источников проектного финансирования. Мы полагаем, что в настоящий момент времени



инвесторы могут не в полной мере закладывать риск привлечения новых долгов на реализацию данного проекта при принятии своих решений.

В 2010 году капитальные вложения группы (без учета M&A) могут составить до 200 млн долл. – величина, которую компании, скорее всего, удастся покрыть за счет генерируемых от основной деятельности доходов (чистый операционный денежный поток за 1П10 г. составил 112,4 млн долл.).

- ▶ **Подверженность деятельности группы конъюнктурным колебаниям.** Наблюдаемая с лета текущего года динамика цен на основные сельхозпродукты является не слишком благоприятной для Черкизово: цены на мясо, согласно данным Минсельхоза, по большей части стагнируют, в то время как цены на пшеницу (один из основных элементов в производстве комбикорма) – растут. Насколько мы понимаем, экстремальные погодные условия и, как следствие, плохой урожай привели не только к росту цен на зерно, но и к сокращению поголовья скота некоторыми хозяйствами (как следствие, к избыточному предложению мяса на рынке). Данные тенденции могут сказаться на маржинальности деятельности группы уже по итогам 2П10 г.

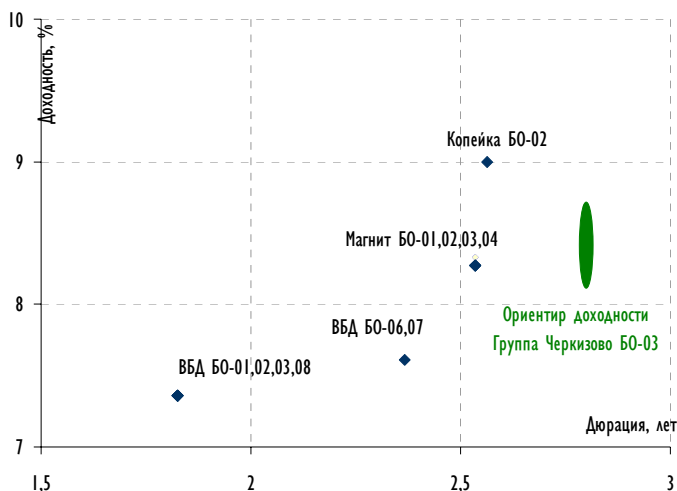
Сама группа полагает, что высокая рентабельность деятельности и небольшая доля зерновых в себестоимости (не более 20–25%) сами по себе ограничивают масштабы влияния данной динамики на финансовые показатели Черкизово. К тому же группа рассчитывает в конечном итоге переложить рост закупочных цен на конечных потребителей (пусть и с некоторым лагом). Для того чтобы обезопасить себя от новых неблагоприятных колебаний цен на зерно в 2011 году, группа может уже до конца 2010 года закупить зерно в объемах, достаточных для обеспечения своих основных потребностей на следующий год.

- ▶ **Устойчивые финансовые показатели и умеренный леверидж.** Мы отмечаем, что со 2П08 г. Черкизово функционирует в условиях, когда генерируемых группой чистых денежных потоков от основной деятельности хватает на финансирование как капитальных вложений, так и расходов по сделкам M&A (на основании отчетности по US GAAP). Черкизово удается демонстрировать хорошую рентабельность по EBITDA (по нашим подсчетам, 18,8% в 1П10 г., в том числе 19,5% во 2-м квартале; повторимся, что в силу ценовых факторов 2П10 г. может стать для компании менее успешным периодом), к тому же на протяжении последних нескольких лет все отчетные периоды заканчивались группой с чистой прибылью.

При этом долговая нагрузка на Черкизово за последние годы нормализовалась, опустившись с более чем 5,0x «Долг/EBITDA» в 2006–2007 гг. до 2,1x на 30 июня 2010 г. (как за счет роста доходов, так и за счет сокращения абсолютной величины долга). В качестве комфортного группа рассматривает уровень долговой нагрузки не выше 3,0x «Чистый долг/EBITDA» (по нашим подсчетам, 1,8x на 30 июня 2010 г. по US GAAP). Добавим, что в

настоящее время, по нашим расчетам, по кредитам заложены 31,5% основных средств группы и 14,2% ее запасов.

Позиционирование выпуска биржевых облигаций Группы Черкизово*



- ▶ **Позиционирование выпуска.** Определение справедливой доходности облигации Черкизово БО-03 нам кажется наиболее справедливым вести относительно бумаг Вимм-Биль-Данна (ВВ-/ВаЗ/-) – компании сопоставимых размеров с похожими бизнес-рисками. Разница в 2 ступени кредитного рейтинга, большая известность на рынке кредитных рисков ВБД и чуть более длинная дюрация, по нашему мнению, обусловили бы справедливость премии в 70–90 б. п. к облигациям ВБД БО-06, 07 (УТМ 7,6% @ июнь 2013 г.). По нашему мнению, более высокая маржинальность деятельности Черкизово несколько компенсирует традиционно большую консервативность ВБД в вопросах левериджа; к тому же до конца 2010 года долговая нагрузка на ВБД должна вырасти (после того как в отчетности найдут отражение недавно размещенные биржевые облигации на 14,0 млрд руб.).

* используются доходности других бумаг по оферам по состоянию на 09 ноября 2010 г.

Источник: Bloomberg, Газпромбанк

В то же время на нынешних уровнях сами выпуски ВБД, предлагающие, к примеру, премию около 50 б. п. к бумагам НОВАТЭЖа (ВВВ-/ВааЗ/ВВВ-), кажутся нам довольно дорогими. В качестве альтернативы инвесторы могут взглянуть на котировки биржевых облигаций Магнита серий 01–04 (УТМ 8,3% @ сентябрь 2013 г.). Магнит нам нравится больше в силу своих более крупных размеров и меньшего левериджа (пусть и меньшей рентабельности). Впрочем, котировки облигаций ритейлера сдерживаются в силу отсутствия у него кредитных рейтингов. По нашему мнению, справедливая премия выпуска биржевых облигаций Черкизово к Магниту могла бы составить 20–40 б. п.

С учетом всех этих факторов справедливую доходность облигаций Черкизово на сегодняшний день мы бы определили на уровне 8,5–8,7% годовых, т. е. ближе к верхней границе обозначенного организаторами диапазона.



Основные финансовые показатели Группы Черкизово на основании отчетности по US GAAP и расчетов Газпромбанка, млн долл.*

	2006	2007	2008	2009	1П10	1П09	г/г
Выручка	631,6	820,8	1 166,4	1 022,5	579,9	459,3	26,3%
Валовая прибыль	147,8	222,3	279,4	281,3	159,5	128,3	24,3%
Валовая маржа, %	23,4%	27,1%	24,0%	27,5%	27,5%	27,9%	-0,4 п.п.
ЕБИТДА	72,4	116,4	151,1	180,3	108,9	80,2	35,9%
Рентабельность по ЕБИТДА, %	11,5%	14,2%	13,0%	17,6%	18,8%	17,5%	+1,3 п.п.
Чистая прибыль	34,8	63,8	81,1	124,3	73,4	52,3	40,2%
Денежные средства в операционной деятельности	(33,1)	19,9	128,2	176,2	112,4	92,0	22,2%
Приобретение внеоборотных активов	(112,8)	(173,0)	(165,2)	(130,3)	(61,7)	(47,1)	31,1%
Свободный денежный поток до финансирования**	(145,9)	(292,8)	(37,0)	43,8	46,0	43,0	6,8%
Всего активов	724,6	1 181,3	1 132,6	1 170,1	1 171,4	1 046,9	11,9%
Собственный капитал	248,7	329,5	425,1	545,4	600,8	454,6	32,2%
Оборотный капитал	146,9	243,7	216,3	200,9	194,9	187,8	3,8%
Совокупный долг, в том числе	366,7	654,3	562,0	484,1	446,2	457,6	-2,5%
Доля краткосрочного долга, %	28,4%	35,0%	42,1%	22,4%	21,3%	27,2%	-5,9 п.п.
Займы выданные	3,6	11,6	14,3	5,4	5,7	12,4	-54,2%
Денежные средства и эквиваленты	107,0	16,8	49,7	39,0	59,5	21,4	178,7%
Показатели							
ЕБИТДА/Проценты (с учетом субсидий), х	4,1	6,3	6,7	9,2	11,9	9,6	
ЕБИТДА/Проценты (без учета субсидий), х	3,1	4,1	3,7	3,8	3,9	5,4	
Долг/ЕБИТДА, х	5,1	5,6	3,7	2,7	2,1	2,9	
Чистый долг/ЕБИТДА, х	3,5	5,4	3,4	2,5	1,8	2,8	
Долг/Собственный капитал, х	1,5	2,0	1,3	0,9	0,7	1,0	

* значения всех показателей указаны от продолжающейся деятельности

** чистый денежный поток от операционной деятельности за вычетом расходов на капитальные вложения и приобретения дочерних компаний

Источник: данные группы, расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 495 983 18 00 (доб. 2 14 17)

РВК- Финанс-03

Эмитент РВК Финанс

Рейтинги,
S&P/Moody's/Fitch —/—/BB-Поручители
РВК-Инвест
Краснодар Водоканал
Тюмень Водоканал
Калужский областной
водоканал

Объем, млрд руб. 3,0

Пут опцион, лет 3

Колл опцион, лет Дата выплаты купона*

Срок обращения, лет 5

Ориентир купона** 9,25—9,75

Ориентир
доходности** 9,45—10,00*полное или частичное погашение, эмитент объявляет за
30 дней до даты погашения (п.9.5 Решения о выпуске ЦБ)

**данные организаторов

Росводоканал – подводные камни ЖКХ

После непродолжительного перерыва на рынок стал возвращаться третий эшелон, в том числе и Группа «Росводоканал». Отраслевая специфика деятельности компании предполагает пристальное внимание со стороны как местных властей, так и природоохранных органов, что чревато созданием негативного информационного фона, который может добавить волатильности облигациям. Отчасти риски компенсируются акционерной поддержкой в виде предоставления финансирования, а также ресурсов для лоббирования на местных и федеральных уровнях. Отдельно обращаем внимание на то, что у эмитента есть право объявить о досрочном выкупе (call option) в любую дату выплаты купона. На наш взгляд, выпуск интересен с доходностью 10% к 3-х летней оферте.

Краткая характеристика. ООО «Росводоканал» (РВК) – крупнейший российский частный оператор коммунальной сети (водоснабжение, водоотведение, инженерно-строительные услуги), действующий в 8 регионах с населением порядка 6 млн человек. Основные операционные мощности Группы РВК расположены на территории России в Омске, Твери, Оренбурге, Калуге, Тюмени, Барнауле и Краснодаре.

Ниже мы привлекаем внимание потенциальных инвесторов к основным факторам оценки кредитного риска эмитента (более подробная информация содержится в материалах организаторов облигационных выпусков).

- ▶ **Поддержка акционеров.** РВК является частью Альфа-Групп, основная цель которой – создание компании капитализацией 1,5 млрд долл. и вывод ее на IPO. Агентство Fitch Ratings упоминает возможную поддержку со стороны акционеров, впрочем,



ее не достаточно для получения дополнительной степени рейтинга. На практике поддержка выражается в кредитовании со стороны Альфа-Банка (около 21% финансовой задолженности Группы), а также лоббировании интересов Группы как на федеральном (законодательные инициативы в сфере ЖКХ), так и на региональном уровнях.

Судя по данным отчетности Группы, взаимодействие с Альфа-Банком по-видимому осуществляется на рыночных принципах. Обращаем внимание инвесторов на то, что при прохождении оферты в 2009 г. РВК заключил несколько договоров продажи с обратным выкупом с Банком «Открытие», используя облигации в качестве обеспечения по сделке РЕПО, на сумму 739 млн руб. Мы полагаем, что в критической ситуации поддержка акционеров будет основана на экономической целесообразности, исходя из перспектив развития сектора.

- ▶ **Отраслевые риски.** В основе бизнес-модели предприятий Группы лежит механизм тарифного ценообразования и поддержка связей с местными органами власти в рамках концессионных соглашений. Недостаточно развитое и постоянно меняющееся законодательство в данной сфере создает для компании высокие риски, точно оценить масштаб которых сложно.

- ✓ **Взаимоотношения в рамках концессионных соглашений.** Инвесторам доступны только общие положения, определяющие взаимодействие в рамках этих договоров, что в отсутствие юридической экспертизы (legal opinion) может скрывать значительные риски. В частности, нет ясности относительно механизма досрочного расторжения договоров, выплаты компенсаций компании за произведенные инвестиции, соблюдения прав кредиторов и пр.

Важно отметить, что новостной фон, сложившийся вокруг предприятий ЖКХ, свидетельствует об их существенной зависимости от текущих региональных администраций; нельзя исключить, что смена главы региона может привести к пересмотру или прекращению соглашений. Например, летом этого года губернатор Калужской области пригрозил досрочно прекратить хозяйственные отношения с Росводоканалом (Калужский областной водоканал с выручкой 1,6 млрд руб., или около 14% консолидированной выручки Группы в 2009 г.), передав соответствующие полномочия ГП «Калугаоблводоканал». Насколько мы понимаем, Группе официальные претензии до настоящего времени предъявлены не были. Ранее, в 2007 г. губернатор Томской области расторг соглашения с РКС и сейчас объявил о проведении нового конкурса, по результатам которого он хочет видеть победителем французскую компанию Veolia.

- ✓ **Тарифы.** Значительная доля (более 90%) денежных потоков компании зависит от тарифов, которые необходимо согласовывать с региональными органами власти. До последнего времени тарифы устанавливались всего лишь на год на основе принципа «издержки плюс»: тарифы учитывали расходы на содержание инфраструктуры, инвестиции на ее модернизацию, гарантированную рентабельность (5%) и нормативные поправки на потери (на практике потери составляют около 20%).

В июле 2010 г. вступили в силу поправки в закон «О концессионных соглашениях», которые позволяют устанавливать тарифы на услуги ЖКХ на срок до пяти лет и учитывать норму доходности инвестированного капитала (RAB), уточняют обстоятельства расторжения концессионного соглашения и процедуру возврата вложенных, но еще не окупившихся инвестиций. Насколько мы понимаем, ожидать существенных изменений в тарифном регулировании можно не ранее конца 2012 г., когда должен выйти ряд разъясняющих закон документов.

До перехода на новое регулирование, динамика тарифов будет представлять собой индексацию на предполагаемые темпы инфляции с применением некоторой надбавки. При этом ФСТ устанавливает ограничения на рост тарифов. Предполагаемые средние темпы роста тарифов компании в 2011–2015 гг. оцениваются в диапазоне от 9,2% (данные отчетности по МСФО) до 11,8% (прогноз РВК). В свете предстоящих парламентских и президентских выборов мы не ожидаем значительного роста тарифов в ближайшие два года.

- ✓ **Налоговые риски.** На 31 декабря 2009 г. руководство Группы оценивало возможные налоговые риски в размере 854,4 млн руб. (в 2008 г. – 621,9 млн руб.). На покрытие налоговых обязательств руководство сформировало резерв в размере 25 млн руб. на конец 2009 г., всего резервов было начислено на 64,3 млн руб. На середину 2010 г. эта сумма была увеличена до 146 млн руб.

- ✓ **Экологические риски.** Деятельность Группы оказывает прямое влияние на окружающую среду, что вызывает пристальный интерес со стороны Росприроднадзора. Высокий уровень износа инфраструктуры и «недоинвестирование», а также постоянные изменения законодательства повышают риски предъявления к компании претензий. На конец 2009 г. сумма экологических исков к ней, по данным компании, составляла более 1,15 млрд руб.

В частности, «за искажение информации ООО «Краснодар Водоканал» при расчете платы за негативное воздействие на окружающую среду», было предъявлено обвинение в недоплате 115 млн руб. (<http://www.prirodnadzor-kuban.ru/?q=print/959>). Ущерб окружающей среде ООО «Оренбург водоканал» был оценен Росприроднадзором в 1 013 млн руб., в то время как первоначально Группа оценивала ущерб в сумму не превышающую 94,5 млн руб. Ситуация разрешилась благоприятно для РВК в сентябре 2010 г., когда было подписано мировое соглашение, обязывающее предприятие инвестировать в реконструкцию очистных сооружений 236 млн руб. в течение 2010–2016 гг. (Дело № А47-3803/2010). Насколько мы понимаем, данная сумма не противоречит планам компании по модернизации сети, которые превышают первоначальную сумму претензий.



- ▶ **Инвестиционная программа.** За последнее время объем инвестиционной программы Группы менялся несколько раз. По данным информационного меморандума к данному выпуску облигаций, инвестиционная программа на 2010–2015 гг. оценивается в 12,1 млрд руб., или порядка 2 млрд руб. в год. Ранее речь шла об инвестициях порядка 5 млрд руб. в год. Основными источниками финансирования в 2010–2015 гг. должны стать: инвестиционная надбавка в составе тарифа за водоснабжение и водоотведение и плата за подключение. Сравнение планов с фактическими данными показывает, что реальный объем инвестиций был ниже запланированных.

Основные финансовые показатели Группы Росводоканал (Ventrelt holdings ltd) по МСФО, млн руб.

	2007	2008	2009	1П2010
Выручка	6 679	10 584	12 013	5 820
ЕБИТДА	614	1 713	2 371	1 032
<i>ЕБИТДА margin, %</i>	9,2%	16,2%	19,7%	17,7%
Операционный денежный поток	н.д.	1 734	514	217
Капитальные вложения	796	1 739	954	409
Свободный денежный поток до финансирования	н.д.	(688)	187	(253)
Всего активов	6 013	10 000	10 258	11 153
Собственный капитал	412	944	2 000	2 451
Финансовый долг, в том числе	4 193	4 697	3 900	4 162
<i>доля краткосрочного долга, %</i>	62,6%	69,2%	59,8%	68,5%
Денежные средства и эквиваленты	200	1 094	568	539
Показатели				
Финансовый долг/Собственный капитал, х	10,17	4,98	1,95	1,70
ЕБИТДА/Процентные расходы, х	8,0	2,7	3,6	3,3
Чистый финансовый долг/ЕБИТДА, х	6,50	2,10	1,41	1,52

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

- ▶ **Кредитный портфель.** На середину 2010 г. величина долга составила 4,5 млрд руб., включая обязательства перед сотрудниками (пенсионные и пр.) в сумме 432 млн руб. Доля краткосрочного долга составила более двух третей. Долгосрочный долг представлен в основном кредитом ЕБРР (1,5 млрд руб.), который Группа начнет погашать со следующего года ежеквартально равными частями до апреля 2021 г. Дополнительно долговая нагрузка Группы отягощается обязательствами по договорам операционной аренды (порядка 1 млрд руб.).

Группа характеризуется скромным уровнем потенциальной залоговой массы: низкая доля основных средств, на долю которых приходится менее 6,5% валюты баланса (732 млн руб. на середину 2010 г.), в основном это здания, машины и оборудование. Около трех четвертей основных средств находится в обеспечении по кредитам (на конец 2009 г.). Дополнительным источником обеспечения могут быть поручительства операционных предприятий Группы, которые заключили концессионные соглашения с региональными властями. Так, значительную часть активов Группы – 57% (6,3 млрд руб.) – составляют нематериальные активы, причем более половины приходится на оценку прав по концессионным договорам, а около трети – на авансы по капитальному и незавершенному строительству, которые после завершения строительства переходят в разряд стоимости прав по концессионным соглашениям. Насколько мы понимаем, в случае разрыва концессионных соглашений Группа может претендовать на компенсацию со стороны региональных властей в размере осуществленных, но не окупившихся инвестиций. Эффективность механизма по защите интересов инвесторов пока не прошла проверку на практике.

К положительным характеристикам кредитного профиля Группы можно отнести ограничения на уровень долговой нагрузки, установленные кредитным соглашением с ЕБРР, включая соотношение «Долг/ЕБИТДА» не выше 4,0х до 2010 г. и не более 3,5х далее. Насколько мы понимаем, по итогам 2010 г. Группе удастся выдержать данное ограничение. На середину 2010 г. мы оценивали соотношение «Финансовый долг/ЕБИТДА» Группы на уровне 1,52х. В тоже время соотношение совокупного долга (включая задолженность по вознаграждениям и обязательствам по операционной аренде) к ЕБИТДА находится на уровне 2,5х.

- ▶ **Риски ликвидности.** На протяжении последних лет Группа оперировала в условиях дефицита оборотного капитала. В частности, на 30 июня 2010 г. краткосрочные обязательства превышали сумму оборотных активов более чем на 2 млрд руб., что свидетельствует о высоких рисках ликвидности в свете больших условных обязательств. Отчасти минимизировать данные риски планируется за счет средств, привлеченных в ходе размещения данного выпуска облигаций. Fitch Ratings оценивает риски рефинансирования как «приемлемые, ввиду умеренного финансового левериджа группы, долгосрочных контрактных договоренностей с муниципалитетами о предоставлении основных инфраструктурных услуг и подразумеваемой поддержки от ряда банков».

Наш анализ ликвидности Группы показывает, что в условиях действия ограничений на уровень долга и объем инвестиций (не должен превышать сумму инвестиционной надбавки и платы за подключение), у Группы сохраняется запас прочности не только для обслуживания существующих обязательств, но и для увеличения долговой нагрузки по меньшей мере на 2 млрд руб., если предположить, что темпы роста тарифов будут соответствовать прогнозу Группы и условные обязательства не материализуются. Однако для погашения



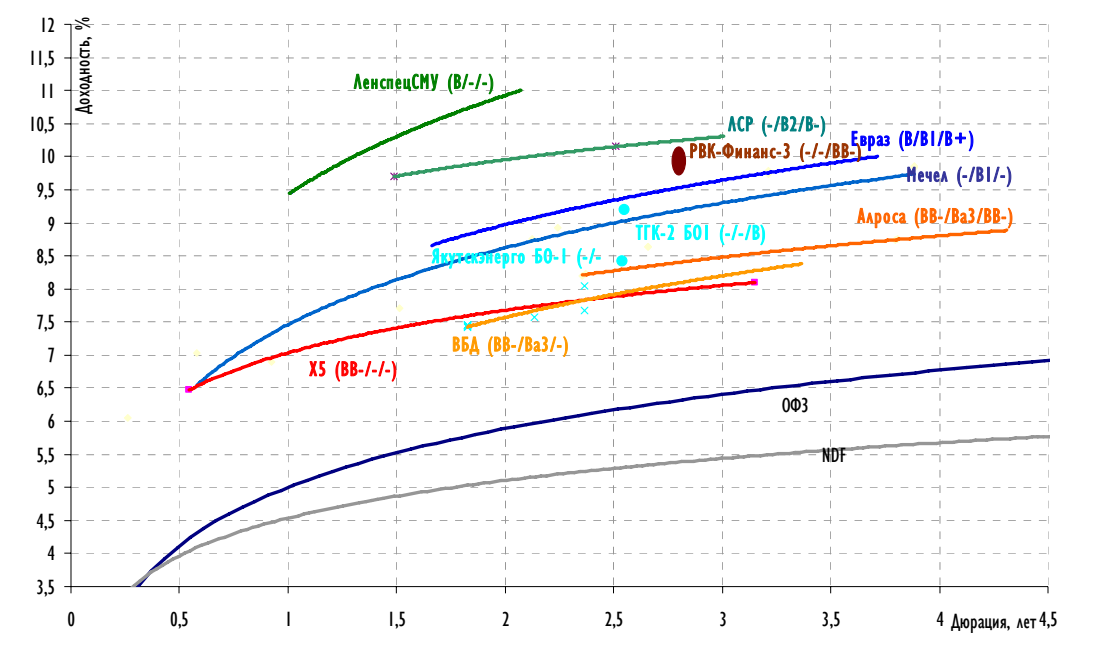
основной суммы долга по облигациям РВК-Финанс-03 Группе, скорее всего, придется привлечь дополнительное финансирование.

- ▶ **Позиционирование выпуска.** На первый взгляд, опираясь на кредитный рейтинг Группы и выпуска, ориентир по доходности организаторов можно назвать «щедрым»: эмитенты с сопоставимым уровнем кредитного рейтинга «ВВ-» (например Алроса, Х5, ВБД) предлагают доходность на три года в районе 8,00-8,50%. Однако фундаментально данный уровень чрезмерно агрессивен для РВК-Финанс-03 уже в силу того, что часть рисков компании сложно оценить из-за непредсказуемого законодательства и отношений с местными властями. В то же время нам больше нравятся выпуски Евраз (Сибметинвеста), который хоть и характеризуется более высокими операционными рисками, что находит отражение в более низких кредитных рейтингах, все же является более знакомым эмитентом без каких-либо «сюрпризов» и регулярно публикует отчетность по МСФО.

В то же время мы предпочли бы РВК выпускам ЛенСпецСМУ и ЛСР, представителей более рискованного сектора девелопмента. Наша оценка «справедливого» уровня доходности совпадает с верхним ориентиром организаторов, т.е. доходность к 3-х летней оферте в районе 10%. В противном случае на рынке есть более интересные альтернативы (см. диаграмму ниже).

Обращаем внимание на то, что у эмитента есть право принять решение о досрочном погашении облигаций в дату окончания любого из 10 (десяти) купонных периодов (см. п. 9.5, Б, Решения о выпуске ценных бумаг), т.е. call option, что должно предусматривать дополнительную премию инвесторам.

Позиционирование выпуска РВК-Финанс-03



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Алексей Демкин, CFA
Alexey.Demkin@gazprombank.ru
+7 495 980 43 10

**ЭФКО Пищевые Ингредиенты 01**

Эмитент	ООО «ЭФКО Пищевые Ингредиенты»
Поручители	ОАО «ЭФКО», ОАО «ЭФКО Продукты Питания»
Рейтинги поручителя, S&P/Moody's/Fitch	- / - / -
Объем, млрд руб.	1,3
Оферта	1 год
Срок обращения	3 года
Ориентир купона	11,5–12,15%
Ориентир доходности	11,83–12,52%

ЭФКО – знакомая история в третьем эшелоне

10 ноября одна из производственных компаний Группы ЭФКО, ООО «ЭФКО Пищевые Ингредиенты» (поручители – ОАО «ЭФКО» и ОАО «ЭФКО Продукты Питания») планирует закрыть книгу по размещению облигаций на 1,3 млрд руб. Срок до погашения составляет 3 года с офертой через 1 год. Организатор ориентирует на купон 11,5–12,15%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 11,83–12,52%.

ЭФКО не новичок на рынке рублевого долга: с 2003 года группа дважды выходила на рынок (тогда эмитентом было ОАО «ЭФКО»), последний займ на 1,5 млрд руб. был погашен в январе текущего года. При этом заметную часть выпуска ЭФКО-2 компания выкупила по оферте в разгар кризиса – в январе 2009 г. Последний эпизод кредитной истории, выгодно отличающий компанию от большого числа других эмитентов третьего эшелона, на наш взгляд, должен позитивно сказаться на восприятии инвесторами риска ЭФКО.

Краткая характеристика

Группа ЭФКО – один из лидеров российского рынка масложировой продукции. Ключевым с точки зрения вклада в выручку продуктом являются

промышленные жиры (48% выручки группы в 2009 году по данным управленческой отчетности), широко используемые в качестве ингредиента в пищевой промышленности, в частности, наибольшая доля в производстве приходится на молочные жиры. ЭФКО занимает 30% российского рынка промышленных жиров. Вторым и третьим по вкладу в общие продажи для ЭФКО являются подсолнечное масло (22% выручки в 2009 году) и майонез (17% продаж). ЭФКО – третий крупнейший игрок на рынках масла и майонеза в России с долей 5,6% и 12,1% соответственно. В результате модернизации производства группа располагает существенным запасом мощностей по выпускаемым продуктам.

Ниже мы приводим основные моменты кредитного профиля, которые, как мы полагаем, необходимо учитывать при принятии инвестиционных решений в отношении размещаемых бумаг:

- ▶ **Структура выпуска.** В целом структура размещаемого выпуска не вызывает особых нареканий. Эмитент, ООО «ЭФКО Пищевые Ингредиенты», и один из поручителей, ОАО «ЭФКО», представляют собой основные производственные активы группы: соответственно комплекс по производству промышленных жиров и маргаринов и завод, выпускающий подсолнечные масла и майонезы. Второй поручитель, ОАО «ЭФКО Продукты Питания» – холдинговая компания, владеющая соответственно 70% и 75% в ООО «ЭФКО Пищевые Ингредиенты» и ОАО «ЭФКО» (еще 25% в каждом активе принадлежит американской компании Bunge) и 100%-ными долями в большинстве других юридических лиц группы. На долю двух производственных активов, входящих в структуру выпуска, приходится и практически весь долг группы.

Мы отмечаем, что данные управленческой отчетности за 2009 – 1П10 гг., приведенные в материалах к выпуску, в целом близки к данным комбинированной отчетности РСБУ по двум производственным компаниям. Хотя по показателю валовой прибыли можно наблюдать заметное отклонение (валовая рентабельность двух производственных компаний заметно ниже), что, видимо, объясняется перераспределением маржи в пользу входящих в группу торговых компаний, на уровне EBITDA отличия не столь велики, учитывая более высокие коммерческие расходы в управленческой отчетности (см. таблицы ниже).

- ▶ **Операционный бизнес: продажи показали устойчивость к кризису.** С точки зрения динамики продаж ЭФКО достаточно хорошо пережила кризис. Более того, в сегменте промышленных жиров группе удалось показать неплохой рост продаж (+23% в натуральном выражении 2009 г. по сравнению с 2008 г.) на фоне довольно активного замещения импорта. Аналогичным образом, на рынке майонеза объемы продаж, по данным ЭФКО, выросли более чем на 50% за счет вытеснения мелких производителей. Позитивная динамика по этим двум сегментам компенсировала 6%-ное падение продаж подсолнечного масла. В конечном счете общая выручка в 2009 году практически не изменилась год к году, а в 1П10 г. показала более чем 70%-ный рост.
- ▶ **Рентабельность под давлением растущих цен на сырье.** Денежные потоки ЭФКО чувствительны к уровню цен на основное сырье – подсолнечник (31% себестоимости в 2009 году по управленческим данным) и тропические масла (29% себестоимости) – главным образом пальмовое масло. Последние используются в производстве промышленных жиров. Пальмовое масло – биржевой товар, для которого в целом характерна довольно волатильная динамика цен, схожая с динамикой цен на нефть. С начала 2009 года мировые цены на этот вид сырья растут – в конце октября 2010 г. цена спот в Малайзии (38% мирового производства) преодолела отметку 1 000 долл./т, предыдущий максимум был достигнут в марте 2008 года на уровне 1 320 долл./т. Рост расходов на сырье, как мы понимаем, уже нашел отражение в финансовых результатах: норма прибыли по EBITDA, по данным компании, сократилась с 10,1% в 1П09 г. до 7,3% в 1П10 г. ЭФКО имеет возможность сократить долю тропических масел в структуре сырья для производства промышленных жиров, однако лишь в ущерб качеству продукции, что может негативно сказаться на продажах.

Еще одним поводом для беспокойства может стать рост цен на подсолнечник в 2010 году как результат засухи и сокращения урожая. В то же время ЭФКО имеет возможность контролировать данный риск – компания располагает мощностями по хранению (элеваторы) и создает запасы семян в период сезонного снижения цен осенью.

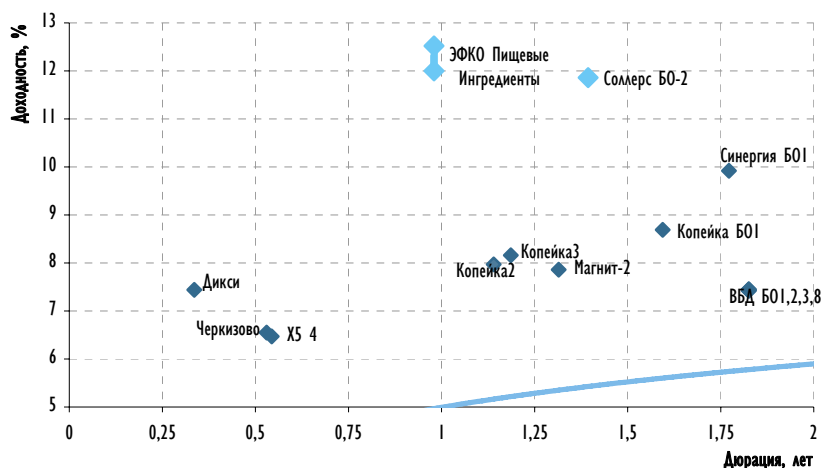


С позитивной точки зрения мы отмечаем, что эффект роста стоимости сырья на рентабельность в долгосрочной перспективе должен быть умеренным. Учитывая низкую эластичность спроса на выпускаемые продукты, компания, на наш взгляд, может переложить рост расходов на конечных потребителей (тем более что аналогичные действия, вероятно, предпримут и основные конкуренты).

- ▶ **Денежный поток в 2010 году не покрывает процентные расходы.** По всей видимости, следствием снижения рентабельности и роста вложений в оборотный капитал на фоне удорожания сырья является прогнозируемый компанией отрицательный операционный денежный поток в 2010 году (-1,07 млрд руб. – показатель не включает процентные расходы). В результате выплатить проценты (около 1,7 млрд руб.) ЭФКО сможет лишь за счет привлечения нового долга. Прогнозы ЭФКО на 2011–2013 гг. предполагают, что результат по операционной деятельности будет стабильно превышать расходы на обслуживание долга. Однако о каком-либо заметном сокращении левиреджа на горизонте трех лет, как мы полагаем, говорить не приходится, даже несмотря на довольно скромный объем капитальных затрат (ежегодный объем инвестиций в 2010–2013 гг. не превышает 300 млн руб.). Соответственно, для исполнения обязательств по оферте через год (в случае предъявления бумаги) ЭФКО вынуждена будет рассчитывать исключительно на рефинансирование.
- ▶ **Долговая нагрузка – поддержка крупных банков.** Кредитные метрики ЭФКО последние несколько лет остаются довольно слабыми: в терминах «Долг/ЕБИТДА» левиредж по итогам 1П10 г. составил 5,5х, в абсолютном выражении объем финансовых обязательств по состоянию на 1 августа превысил 12,6 млрд руб. 94% долга приходится на производственные активы – ОАО «ЭФКО» (8,3 млрд руб.) и ООО «ЭФКО Пищевые Ингредиенты» (3,8 млрд руб.). В структуре обязательств преобладает один кредитор – Сбербанк (81% кредитного портфеля). По данным материалов к размещению, существенная доля долга ЭФКО – краткосрочная: погашения в 1–2-м кв. 2011 г. составляют 2,75 млрд руб. и 3,95 млрд руб. соответственно. В то же время, судя по всему, компания имеет возможность рефинансировать краткосрочные кредиты в рамках действующих лимитов – главным образом в Сбербанке (11 млрд руб.) и Россельхозбанке (2 млрд руб.). Мы отмечаем, что в кризис ЭФКО удалось заручиться государственными гарантиями по кредитам на сумму 3 млрд руб. Учитывая, что гарантия выдавалась на 50% займа, общий объем кредитов, который ЭФКО получила в рамках данного механизма, составил 6 млрд руб. (почти половина всего кредитного портфеля). Кроме того, элементом поддержки государства для ЭФКО является и субсидирование процентных ставок – компании группы, являясь сельхозпроизводителями, получают частичную компенсацию процентных расходов из бюджета.
- ▶ **Обратная сторона медали – менее защищенная позиция держателей облигаций.** В то же время обратной стороной поддержки со стороны крупных банков, как мы полагаем, является преобладание обеспеченного долга в составе кредитного портфеля, и, как следствие, наличие «структурной субординации» для будущих владельцев рублевых облигаций.
- ▶ **Позиционирование выпуска.** В целом, хотя мы отдаем должное наличию позитивной кредитной истории у ЭФКО, на наш взгляд, участие в выпуске сопряжено с существенными рисками – главным образом, рисками рефинансирования долга в случае предъявления бумаги к оферте через год. В то же время для инвесторов, ориентированных на высокодоходные бумаги и верящих в то, что на горизонте до оферты компания не потеряет доступ к банковскому заемному капиталу, покупка бондов ЭФКО Пищевые Ингредиенты доходностью выше 12% может быть интересна с точки зрения диверсификации рисков.

В частности, на наш взгляд, размещаемый бонд может стать хорошей альтернативой другому выпуску третьего эшелона, вышедшему на рынок в этом году – Солмерс БО2, который торгуется с доходностью в районе 12% годовых при большей дюрации (1,4 года). С кредитной точки зрения оба заемщика сейчас находятся в существенной зависимости от возможностей рефинансирования и едва способны покрывать расходы по обслуживанию долга за счет собственных денежных потоков, оба характеризуются существенным левиреджем («Чистый долг/ЕБИТДА» Солмерс по последней отчетности за 1П10г. – 14х). В то же время мы отмечаем более слабую структуру выпуска Солмерс БО2 (отсутствие поручительств от производственных активов).

Позиционирование выпуска ЭФКО Пищевые Ингредиенты 01



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



Управленческая отчетность Группы ЭФКО, млн руб.

	2007	2008	2009	П10
Выручка	12 996	22 435	22 008	15 647
Валовая прибыль	3 448	5 010	5 233	2 506
ЕБИТДА	1 388	1 874	2 094	1 138
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>26,5%</i>	<i>22,3%</i>	<i>23,8%</i>	<i>16,0%</i>
<i>Рентабельность ЕБИТДА, %</i>	<i>10,7%</i>	<i>8,4%</i>	<i>9,5%</i>	<i>7,3%</i>
Всего активов	16 612	15 107	18 424	17 933
Собственный капитал	2 150	23 360	2 447	2 546
Совокупный долг, в том числе	13 131	9 471	13 239	12 871
доля краткосрочного долга, %	70%	56%	69%	51%
Денежные средства и эквиваленты	894	162	559	409
Показатели				
Долг/Капитал, х	6,1	0,4	5,4	5,1
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	1,7	1,5	1,3	1,4
Чистый долг/ЕБИТДА, х	8,8	5,0	6,1	5,5

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Комбинированная отчетность ООО ЭФКО Пищевые Ингредиенты (эмитент) и ОАО ЭФКО (поручитель), млн руб.

	2007	2008	2009	П10	Изменение, %	П09
Выручка	18 743	26 774	21 067	15 545	72%	9 062
Валовая прибыль	1 549	2 342	2 825	1 211	-16%	1 434
ЕБИТДА	1 084	1 665	2 028	1 049	21%	864
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>8,3%</i>	<i>8,7%</i>	<i>13,4%</i>	<i>7,8%</i>	<i>-8 п.п.</i>	<i>15,8%</i>
<i>Рентабельность ЕБИТДА, %</i>	<i>5,8%</i>	<i>6,2%</i>	<i>9,6%</i>	<i>6,7%</i>	<i>-2,8 п.п.</i>	<i>9,5%</i>
Всего активов	17 573	16 042	17 771	17 604	—	—
Собственный капитал	1 478	1 617	1 686	1 728	—	—
Совокупный долг, в том числе	13 353	9 696	13 620	13 123	—	—
доля краткосрочного долга, %	68%	56%	67%	53%	—	—
Денежные средства и эквиваленты	406	23	342	111	—	—
Показатели						
Долг/Капитал, х	9,0	6,0	8,1	7,6	—	—
ЕБИТДА/Чистые процентные расходы, х	1,3	1,4	1,3	1,3	—	1,3
Чистый долг/ЕБИТДА, х	11,9	5,8	6,5	6,2	-	-

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Нагатинская, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмкин, CFA
+7 (495) 980 43 10
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17
Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихамедов
+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82

Роберто Пеццименти
+7 (495) 989 91 27

Себастьян де Принсак
+7 (495) 989 91 28

Трејдинг

Елена Калица
+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук
+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Евгений Терещенко
+7 (495) 988 24 10

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина
+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59

Трејдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11

Андрей Чичерин
директор
+7 (495) 983 19 14

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.