

СУБФЕДЕРАЛЬНЫЙ РЫНОК В 2020-2021 ГГ.: СМЕНА ПАРАДИГМЫ

Размер рынка субфедеральных облигаций на протяжении последних лет был практически неизменным. Объем в обращении колебался в пределах 550-600 млрд руб., а после 2017 г., по мере консолидации бюджетов регионов, наметилась тенденция к сжатию. Однако в 2020 г. кризис, вызванный COVID-19, привел к беспрецедентному в новейшей истории расширению дефицитов региональных бюджетов на фоне одновременного роста расходов и падения доходов. В результате, по нашим оценкам, потребности в долговом финансировании (с учетом рефинансирования) составят около 550 млрд руб. до конца 2020 г. и около 700-750 млрд руб. – в 2021 г. На рынке облигаций может быть привлечено до 170 млрд руб. до конца 2020 г. и до 250 млрд руб. в 2021 г., что значительно увеличит его объем.

- 1) **Суммарный дефицит бюджетов регионов¹ в 2020 г., по нашим оценкам, составит около 830 млрд руб.** по сравнению с профицитом в 16 млрд руб. в 2019 г. Примерно половина этой суммы придется на Москву. Значительную часть «удара» примет на себя федеральный бюджет, и в 2020 г. это не приведет к существенному ухудшению долговых метрик регионов. В 2020-2021 гг. долговая нагрузка сместится из преимущественно низкой в умеренную область.
- 2) **Объем краткосрочных обязательств регионов, подлежащих рефинансированию, составляет около 500 млрд руб.** на начало года. К настоящему времени около 150 млрд руб. из этой суммы уже было профинансировано за счет размещения облигаций. Объем рефинансирования за счет банковских и казначейских кредитов, переходящих на следующий год, оценить сложно.
- 3) **Объем накопленных денежных средств регионов, доступных для финансирования дефицитов, составляет около 260 млрд руб.,** Москва может полностью покрыть 400 млрд руб. за счет доступной ликвидности. Общий объем денежных средств регионов на казначейских счетах и депозитах банков на начало года составлял 1,8 трлн руб., в том числе у Москвы – более 1 трлн руб. Однако с учетом того, что средства одного региона не будут использованы на финансирование дефицита другого, а также того, что регионам необходимо поддерживать неснижаемый остаток денежных средств, реальный объем ликвидности, направляемой на финансирование дефицита региональных бюджетов, существенно ниже.
- 4) **Потребности в кредитных ресурсах регионов составят около 550 млрд руб. до конца 2020 г. и 700-750 млрд руб. – в 2021 г.** Из этой суммы, по нашим оценкам, на рынке облигаций может быть привлечено до 170 млрд руб. в оставшиеся месяцы 2020 г. и до 250 млрд руб. в 2021 г. Существенная потребность в кредитных ресурсах в 2021 г. может показаться контринтуитивной, однако она вызвана тем, что объем федеральных трансфертов уменьшится на 619 млрд руб. относительно 2020 г., а запас денежных средств будет во многом израсходован в 2020 г.
- 5) **Рост предложения субфедеральных бумаг будет иметь ограниченное влияние на их стоимость.** Текущие спреды субфедеральных бумаг к ОФЗ находятся на максимумах, и их дальнейшее расширение маловероятно с учетом того, что существенного ухудшения кредитного качества мы не ожидаем. Сужению же спредов в 2020 г. будет препятствовать повышенный объем предложения. В первой половине 2021 г., в отсутствие предложения (регионы размещаются преимущественно в 4 квартале), спреды могут сузиться при условии в целом спокойной ситуации на рынке.

Евгений Хилинский, CFA
+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 16 43)
Evgeniy.Khilinskiy@gazprombank.ru

Андрей Клапко
+7 (495) 287 61 00 (доб. 2 14 01)
Andrey.Klapko@gazprombank.ru

Владислав Данилов
+7 (495) 287 61 00 (доб. 2 24 99)
Vladislav.Danilov@gazprombank.ru

Александр Камышанский
Aleksandr.S.Kamyshanskiy@gazprombank.ru

¹ Здесь и далее мы анализируем неконсолидированные бюджеты, так как покрытие именно их дефицита является главным направлением использования субфедеральных заимствований.

Дефицит бюджетов регионов в 2020 г. будет рекордным в новейшей истории

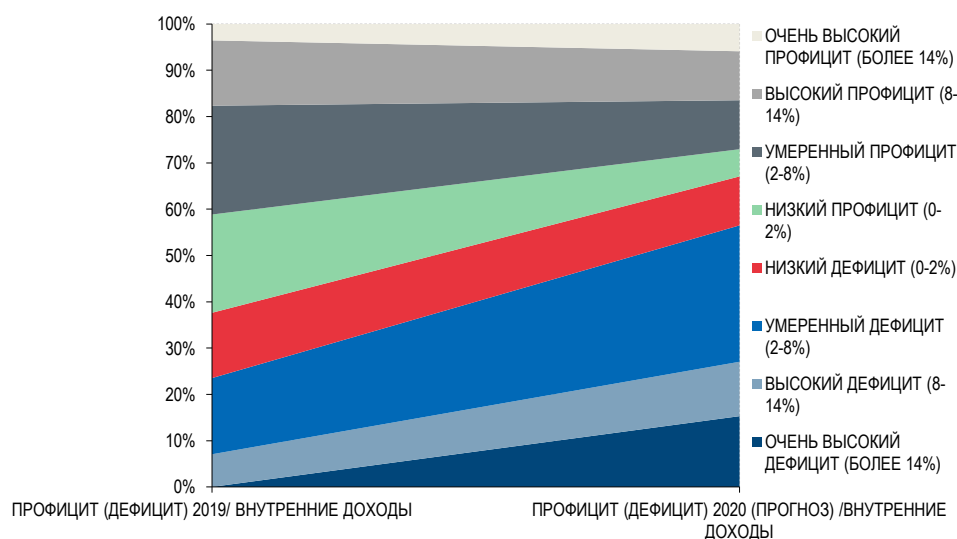
В 2020 г. бюджеты регионов попали под двойной удар. С одной стороны, их расходы выросли в связи с необходимостью бороться с последствиями пандемии. За 8 месяцев 2020 г. они увеличились на 21% г/г, а по итогам года, по нашим оценкам, вырастут на 8,2% (978 млрд руб.) до 12,9 трлн руб.

С другой стороны, снижение мировых цен на товары, прежде всего на энергоресурсы, а также ущерб экономике от коронавирусных ограничений привели к значительному падению поступлений по одному из главных источников доходов регионов – налогу на прибыль. За 8М20 поступления по нему снизились на 18% (-435 млрд руб.), по итогам 2020 г. – сократятся на 15%. Общее снижение внутренних доходов² регионов в 2020 г., по нашим оценкам, составит 5%.

Федеральный бюджет принял на себя значительную часть «удара». Трансферты регионам всех видов за 8М20 выросли на 782 млрд руб. г/г (+58%). Несмотря на это, дефицит региональных бюджетов в 2020 г. составит около 830 млрд руб., из которых около 400 млрд руб. придется на Москву. Бюджет столицы существенно пострадал от кризиса, т.к. его экономика очень зависима от третичного сектора, который понес значительный ущерб в результате карантинных ограничений. При этом федеральные трансферты традиционно практически не значимы для финансов города, и их рост не повлияет на финансовый результат.

Подробно наш прогноз по распределению субъектов по уровню дефицита представлен в **Приложении 1**.

Диаграмма 1. Благодаря увеличению федеральных трансфертов большинство регионов не выйдут за пределы умеренных дефицитов



Источник: Минфин России, Газпромбанк

В 2021 г. Минфин России ожидает, что общие доходы консолидированных бюджетов регионов вырастут на 5,3%, расходы – на 1,7%, трансферты из федерального бюджета снизятся на 619 млрд руб. относительно 2020 г., а совокупный дефицит консолидированных региональных бюджетов составит 414 млрд руб. Исходя из темпов изменения основных статей консолидированных бюджетов, мы оцениваем совокупный дефицит региональных бюджетов на неконсолидированной основе в 365 млрд руб. (в т.ч. Москвы – 133 млрд руб.).

² Налоговые и неналоговые доходы

В значительной мере дефицит может быть профинансирован за счет запаса ликвидности

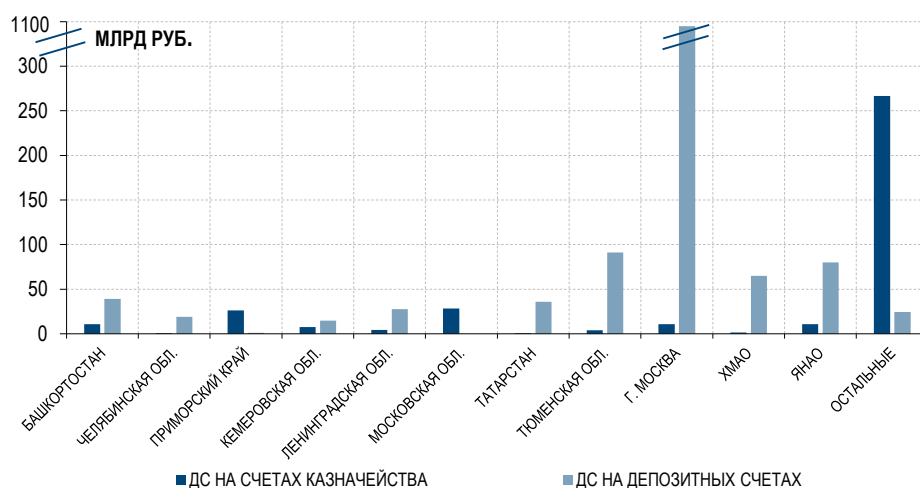
Мы полагаем, что на погашение дефицита бюджетов субъектов в 2020 г. может быть использовано около 260 млрд руб. средств регионов и 400 млрд руб. собственных средств Москвы.

Общий объем денежных средств бюджетов субъектов Федерации составлял на начало года около 1,8 трлн руб., в том числе 0,4 трлн руб. – на счетах в Федеральном казначействе и 1,4 трлн руб. – на счетах в банках.

Эти средства не могут быть использованы в полном объеме. Во-первых, они распределены неравномерно. Из 1,4 трлн руб. депозитов 1 трлн руб. приходится на средства г. Москвы. Из оставшихся 398 млрд руб. около 393 млрд руб. – депозиты десяти регионов.

Кроме того, мы полагаем, что полное использование средств невозможно, т.к. регионам необходимо поддерживать определенный запас денежных средств для нормального финансирования деятельности. В своих расчетах мы учитывали возможность использования до 90% средств депозитов (кроме Москвы) и 50% средств на счетах в казначействе на погашение дефицитов.

Диаграмма 2. Доступная ликвидность распределена неравномерно



Источник: Минфин России, Газпромбанк

Потребность в кредитных ресурсах до конца 2020 г. составит до 550 млрд руб., в 2021 г. – 700-750 млрд руб.

Помимо финансирования дефицитов бюджетов, регионы стоят перед необходимостью рефинансирования краткосрочного долга, который на начало 2020 г. составлял 490 млрд руб.

Часть этого объема уже была профинансирована с начала года выпуском облигаций на ~150 млрд руб. Мы понимаем, что часть краткосрочного долга также была профинансирована за счет банковских и казначейских кредитов, однако оценить этот объем ввиду наличия внутригодовых оборотов представляется затруднительным.

С учетом не покрытой доступной ликвидностью части дефицита бюджетов, которую мы оцениваем в 170 млрд руб., необходимость рефинансировать краткосрочные кредиты (490 млрд руб.) за вычетом выпущенных облигаций (150 млрд руб.) устанавливает верхний предел потребности в кредитных ресурсах до конца года в 500-550 млрд руб.

В 2021 г., основываясь на ожиданиях Минфина относительно совокупного дефицита бюджетов регионов (414 млрд руб. на консолидированной основе и 365 млрд руб., по нашим оценкам, на неконсолидированной основе), а также наших расчетах объема краткосрочного долга и доступных остатков ликвидности, мы оцениваем потребности регионов в долговом финансировании в 700-750 млрд руб.

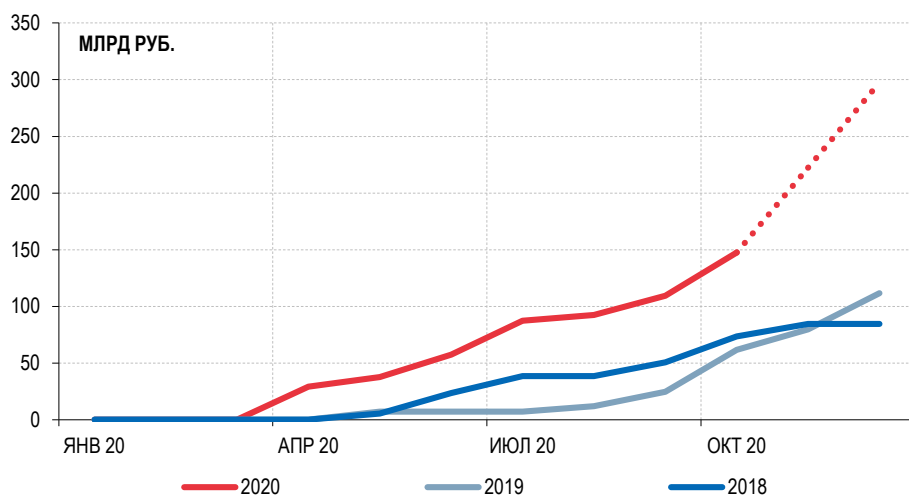
Для обеспечения возможности привлекать долг в 2021 г. в перечне поручений президента России³ стоит ослабление ограничений на предельные показатели дефицита бюджета и объема долга субъектов по соглашениям о реструктуризации, которые были подписаны с регионами в 2017 г.

Подробно наш прогноз по распределению потребностей субъектов в кредитных ресурсах до конца 2020 г. и в 2021 г. представлен в **Приложениях 2 и 3**.

Потенциал предложения облигаций в оставшуюся часть 2020 г. составляет до 170 млрд руб., в 2021 г. – до 250 млрд руб.

Мы полагаем, что регионы намерены воспользоваться ставками, близкими к минимальным значениям, чтобы привлечь средства в форме облигаций на долгий срок. За оставшуюся часть года облигациями может быть профинансировано до трети потребности в финансировании (доля облигаций в долговом портфеле регионов в 2018-2019 гг. составляла 25-28%), то есть до 170 млрд руб. В 2021 г. на первичном рынке может быть размещено до 250 млрд руб.

Диаграмма 3. Кумулятивный объем размещений субфедеральных облигаций



Источник: Газпромбанк

При этом мы полагаем, что увеличение предложения может быть комфортно абсорбировано рынком, так как для ключевой категории инвесторов в региональные облигации – банков – такие инвестиции экономически интересны.

По нашим оценкам, банкам выгодно покупать субфедеральные облигации с позиции дохода на экономический капитал (RORAC) за счет сочетания сравнительно высокого спреда к стоимости фондирования банков и низкого риск-веса (подробности в отчете 16.10.2020 «**Банковский сектор: флоатеры при поддержке ресурсов ЦБ смягчают ограничения на спрос банков на ОФЗ**»). В сценариях снижения ключевой ставки RORAC по инвестициям в субфедеральные облигации на годовом горизонте сопоставим с ОФЗ-ПД и значительно превышает аналогичные показатели по корпоративным инструментам. Однако в более стрессовых сценариях (ключевая ставка стабильная или растет) региональные облигации значительно выгоднее ОФЗ-ПД за счет меньшей чувствительности к процентному риску. Таким образом, для

³ По итогам расширенного заседания президиума Государственного совета, состоявшегося 28 сентября 2020 г.

банков, имеющих сравнительно невысокий аппетит к процентному риску, инвестиции в субфедеральные инструменты могут стать хорошей альтернативой ОФЗ.

Диаграмма 4. Сравнительная привлекательность рублевых облигаций для банков с позиции RORAC*

	Предпосылки сценария	Средняя ожидаемая стоимость рыночного фондирования банков	ОФЗ-ПД	Субфед	Корп «BBB»	Корп «BB»
Фундаментальный сценарий	КС** 4,00% (2020), КС 3,50-3,75% (2021)	~3,8%	45%	45%	15%	18%
Рыночный сценарий	КС 4,25% (2020) КС 4,00-4,25% (2021)	~4,2%	26%	31%	10%	13%
Стрессовый сценарий	КС 5,25% (2020) КС 4,25% (2021)	~4,7%	-40%	-21%	-10%	-7%
Средний RORAC***			10%	18%	5%	8%

* Расчеты RORAC приведены на горизонте инвестирования до конца 2021 г. в инструментах срочностью ~3 года.

Источник: Минфин России, Газпромбанк

** КС – ключевая ставка ЦБ РФ

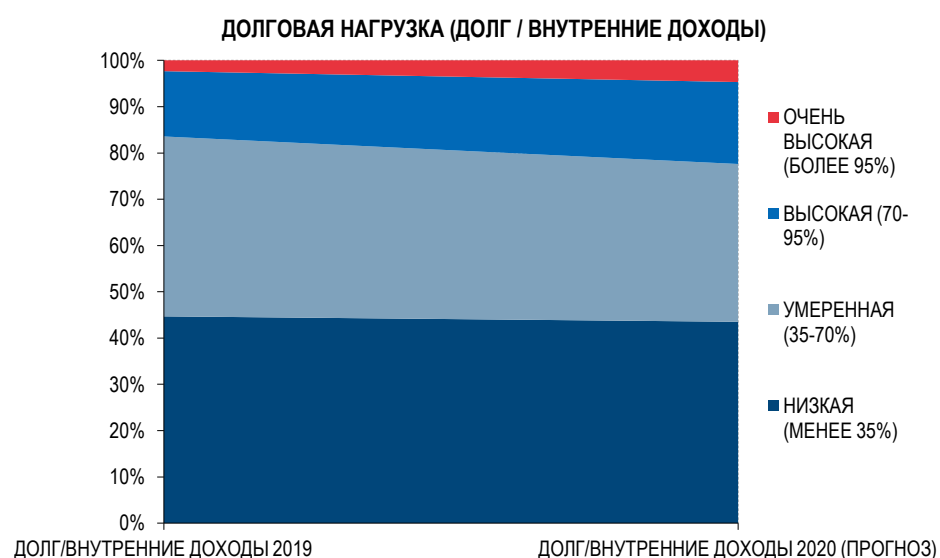
*** Среднее арифметическое из трех сценариев

Кредитное положение регионов к концу года останется надежным

На конец 2020 г. мы ожидаем роста долговой нагрузки, но кредитные коэффициенты должны остаться на приемлемом уровне благодаря накопленному запасу прочности региональных бюджетов.

В категории с высокой и очень высокой долговой нагрузкой на конец года, по нашим оценкам, окажется 26% регионов по сравнению с 16% в 2019 г. В 2017 г. доля таких регионов составляла 42%, а в 2016 г. – 46%.

Диаграмма 5. Доля регионов с высокой долговой нагрузкой вырастет в 2020 г., но не критически



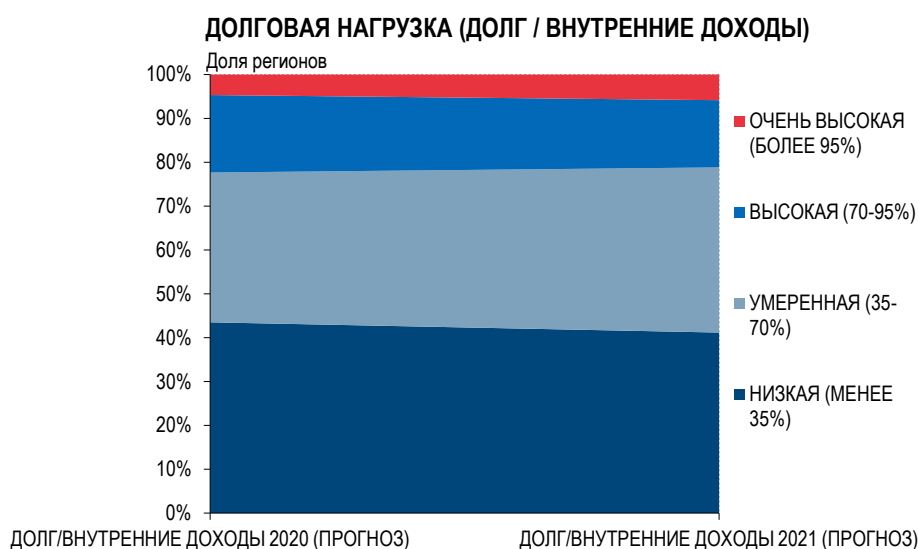
Источник: Минфин России, Газпромбанк

Такой результат будет достигнут в том числе за счет снижения самостоятельности региональных бюджетов. Доля бюджетов, где внутренние доходы обеспечивают менее 80% поступлений, по нашим оценкам, увеличится до 88% с 76% в 2019 г.

В 2021 г., вероятно, произойдет дальнейший рост долговой нагрузки, но и он будет управляемым. По нашим оценкам, основанным на консолидированном бюджете на 2021 г., дефицит неконсолидированных бюджетов составит 365 млрд руб., в т.ч. Москвы – 133 млрд руб. (внесенный в Мосгордуму проект бюджета города предполагает дефицит в 510 млрд руб., однако обыкновенно изначальный дефицит оказывается завышен). Однако это преимущественно приведет к дальнейшей миграции долговой нагрузки регионов из низкой в умеренную.

Карты распределения финансовых метрик регионов, исходя из наших прогнозов на 2020-2021 гг., приведены в **Приложениях 4 и 5**.

Диаграмма 6. В 2021 г. долговая нагрузка также останется преимущественно приемлемой



Источник: Минфин России, Газпромбанк

Премия к ОФЗ в ближайшее время останется приблизительно на текущем уровне

В течение года премия субфедерального сектора к ОФЗ находится вблизи максимальных с 2017 г. значений, когда спреды расширились на фоне существенного снижения доходности ОФЗ.

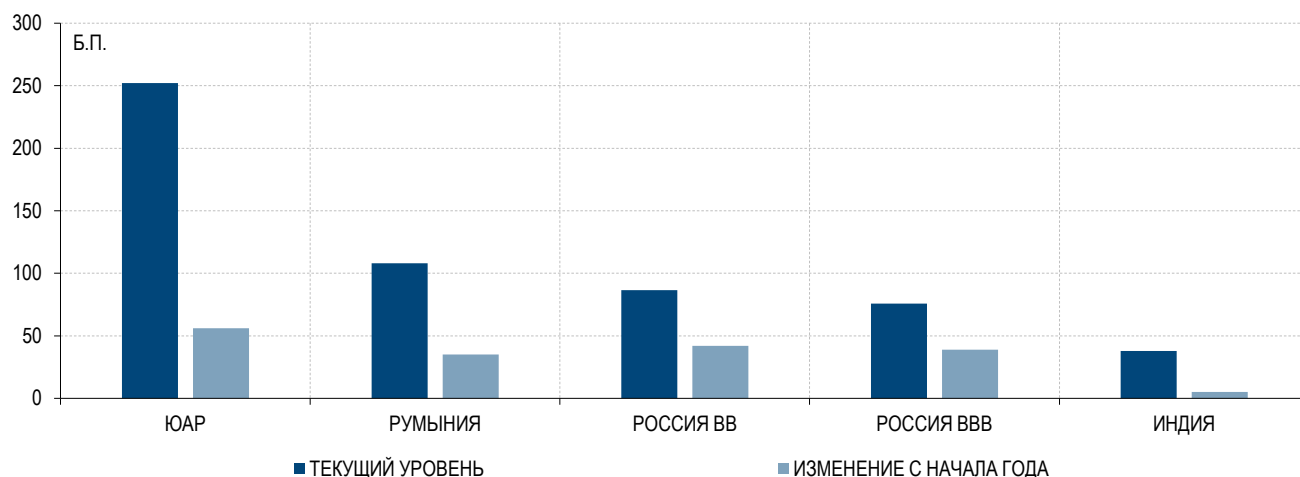
Диаграмма 7. Динамика спредов субфедеральных облигаций к ОФЗ



Источник: Минфин России, Газпромбанк

При этом мы полагаем, что в ближайшей перспективе она останется примерно на текущем уровне. Премия российских субсуверенов расширилась в той же степени, что и на других рынках ЕМ, поэтому мы полагаем, что существенный нереализованный негативный сентимент отсутствует. Кроме того, расширению премии до максимальных значений, наблюдавшихся в 2017 г., будет препятствовать сохранение кредитного качества большинства регионов, которое по итогам 2020 г. останется лучше, чем в 2016-2017 гг.

Диаграмма 8. Рост премии к суверену в российском субсуверенном сегменте был не ниже, чем в других странах ЕМ



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

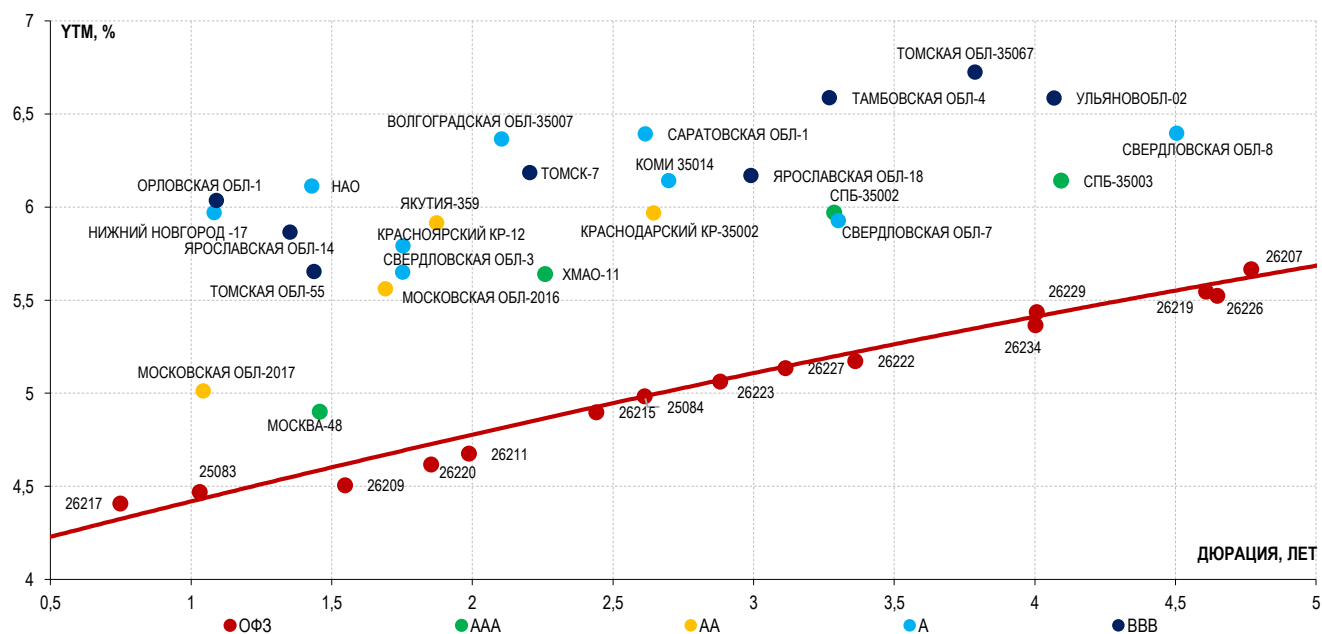
С другой стороны, заметного сужения спредов до конца 2020 г. мы также не ожидаем, поскольку существует значительный навес предложения на первичном рынке. По нашим оценкам, в дополнение к уже размещенным 150 млрд руб. до конца года регионы могут разместить еще до 170 млрд руб., что вдвое больше, чем в 2018-2019 гг.

При этом, как описано выше (см. «Потенциал предложения облигаций в оставшуюся часть 2020 г. составляет до 170 млрд руб., в 2021 г. – до 250 млрд руб.»), мы полагаем, что такой объем может быть комфортно абсорбирован основными инвесторами в эту категорию бумаг – банками, поэтому фактором роста премии увеличение предложения также не будет.

Облигации самых сильных регионов выглядят более привлекательно

Текущий спред между индексами бумаг с рейтингами «ВВВ» и «ВВ» (Диаграмма 7) составляет около 10-20 б.п., тогда как среднее значение за последние годы составляет 50 б.п. С учетом роста долговой нагрузки сектора, мы полагаем, что спред будет иметь тенденцию к расширению и предпочитаем бумаги более высокого качества, такие как облигации Московской области, Санкт-Петербурга, ХМАО. Среди коротких выпусков особенно привлекательно выглядят облигации НАО.

Диаграмма 9. Регионы с рейтингами, близкими к суверенным, предлагают скромный дисконт к категории «ВВ»



ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ПРОФИЦИТ/ДЕФИЦИТ К ВНУТРЕННИМ ДОХОДАМ, 2020 Г., ПРОГНОЗ ГПБ

ПРОФИЦИТ ИЛИ НИЗКИЙ ДЕФИЦИТ (ДО 1% ВНУТРЕННИХ ДОХОДОВ)	УМЕРЕННЫЙ ДЕФИЦИТ (ДО 8 % ВНУТРЕННИХ ДОХОДОВ)	ВЫСОКИЙ ДЕФИЦИТ (ДО 14% ВНУТРЕННИХ ДОХОДОВ)	ОЧЕНЬ ВЫСОКИЙ ДЕФИЦИТ (БОЛЕЕ 14% ВНУТРЕННИХ ДОХОДОВ)
Чукотский автономный округ	Республика Крым	Сахалинская область	г. Москва
Чеченская Республика	Рязанская область	Белгородская область	Республика Коми
Еврейская автономная область	Хабаровский край	Челябинская область	Иркутская область
Республика Тыва	Ярославская область	Республика Бурятия	Кемеровская область - Кузбасс
Костромская область	Республика Саха (Якутия)	Республика Карелия	Архангельская область
Карачаево-Черкесская Республика	Калужская область	Свердловская область	Московская область
Калининградская область	Нижегородская область	Томская область	Республика Башкортостан
Республика Мордовия	Ростовская область	Ямало-Ненецкий автономный округ	Ненецкий автономный округ
Республика Дагестан	Кабардино-Балкарская Республика	Оренбургская область	Республика Калмыкия
Кировская область	Забайкальский край	Пермский край	Удмуртская Республика
Курганская область	Самарская область		Тюменская область
Воронежская область	Ульяновская область		Республика Адыгея
Магаданская область	г. Севастополь		Республика Ингушетия
Тверская область	Волгоградская область		
Пензенская область	Красноярский край		
Мурманская область	Приморский край		
Орловская область	Республика Хакасия		
Республика Алтай	Омская область		
Амурская область	г. Санкт-Петербург		
Республика Марий Эл	Ленинградская область		
Смоленская область	Брянская область		
Астраханская область	Вологодская область		
Ивановская область	Псковская область		
Чувашская Республика	Новгородская область		
Ханты-Мансийский автономный округ - Югра	Тамбовская область		
Камчатский край	Липецкая область		
Владимирская область	Республика Татарстан		
Курская область	Саратовская область		
Алтайский край	Тульская область		
Ставропольский край	Новосибирская область		
Республика Северная Осетия - Алания			
Краснодарский край			

Источник: Газпромбанк



ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ПОТРЕБНОСТЬ В КРЕДИТНЫХ РЕСУРСАХ ВСЕХ ВИДОВ ДО КОНЦА 2020 Г., ПРОГНОЗ ГПБ

ПОТРЕБНОСТЬ ОТСУТСТВУЕТ	ДО 5 МЛРД РУБ.	5-10 МЛРД РУБ.	10-20 МЛРД РУБ.	СВЫШЕ 20 МЛРД РУБ.
Воронежская область	Амурская область	Брянская область	Тульская область	Московская область
Камчатский край	Красноярский край	Псковская область	Пермский край	Архангельская область
г. Севастополь	Еврейская автономная область	Ставропольский край	Республика Бурятия	Свердловская область
Тверская область	Ненецкий автономный округ	Сахалинская область	Республика Мордовия	Забайкальский край
Карачаево-Черкесская Республика	Республика Марий Эл	Кабардино-Балкарская Республика	Ульяновская область	Удмуртская Республика
Калининградская область	Республика Ингушетия	Кемеровская область - Кузбасс	Омская область	Иркутская область
Кировская область	Республика Хакасия	Новгородская область	Ростовская область	Нижегородская область
Республика Саха (Якутия)	Республика Карелия	Республика Адыгея	Республика Коми	
Пензенская область	Томская область	Республика Калмыкия	Волгоградская область	
Курганская область	Чукотский автономный округ	Тамбовская область	Саратовская область	
Магаданская область	Новосибирская область			
Ярославская область	Республика Крым			
Владимирская область	Рязанская область			
Смоленская область	Республика Северная Осетия - Алания			
Калужская область	Курская область			
Краснодарский край	Мурманская область			
Костромская область	Липецкая область			
Чеченская Республика	Самарская область			
Челябинская область	Оренбургская область			
Алтайский край	Чувашская Республика			
Вологодская область	Республика Алтай			
Республика Дагестан	Ивановская область			
Приморский край	Хабаровский край			
Республика Башкортостан	Белгородская область			
Республика Татарстан	Республика Тыва			
Ленинградская область	Орловская область			
г. Москва	Астраханская область			
г. Санкт-Петербург				
Тюменская область				
Ямало-Ненецкий автономный округ				
Ханты-Мансийский автономный округ - Югра				

Источник: Газпромбанк

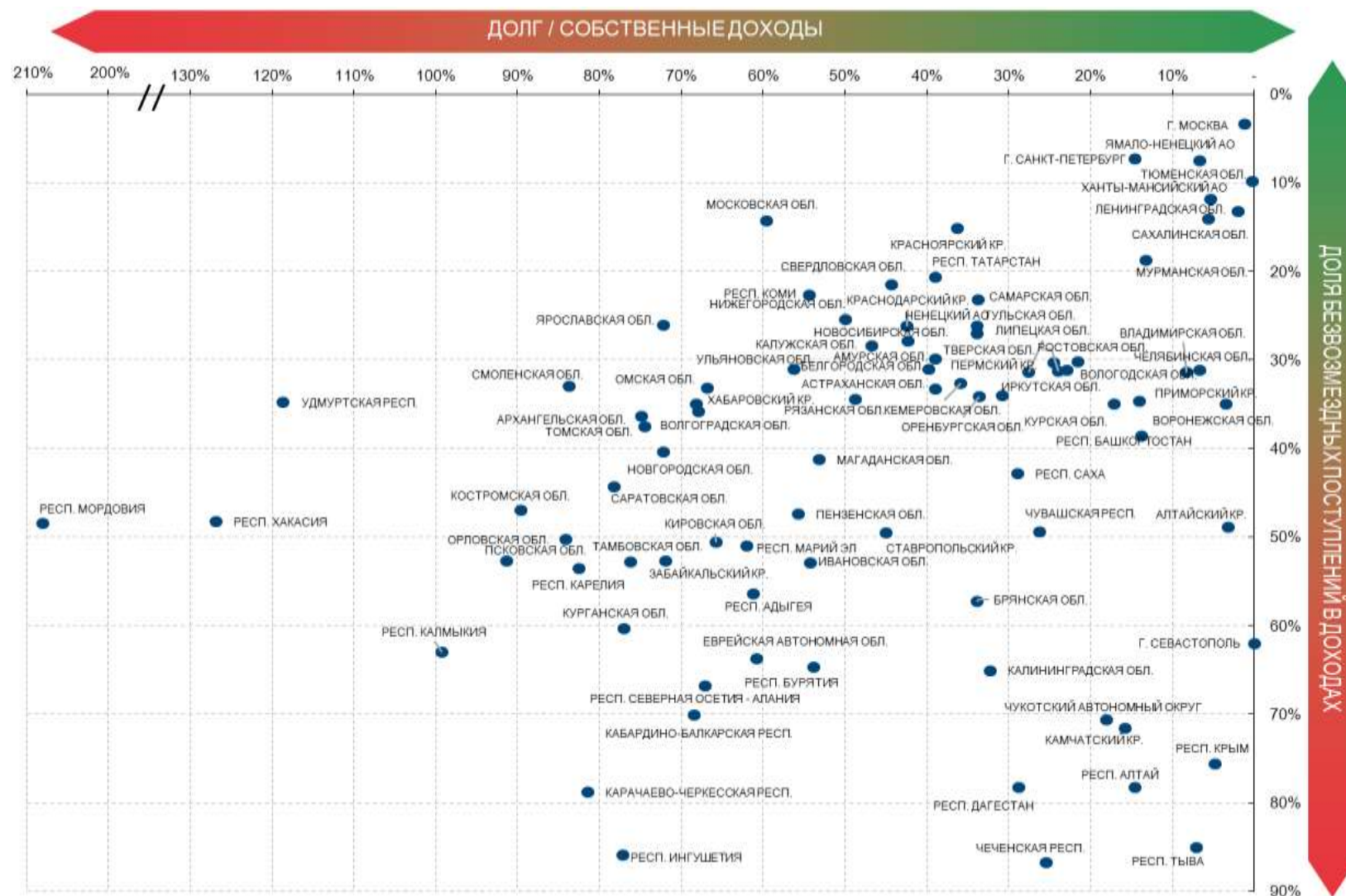


ПРИЛОЖЕНИЕ 3. ПОТРЕБНОСТЬ В КРЕДИТНЫХ РЕСУРСАХ В 2021 Г., ОЦЕНКА ГПБ НА ОСНОВЕ БЮДЖЕТА НА 2021 Г.

ПОТРЕБНОСТЬ ОТСУТСТВУЕТ	ДО 5 МЛРД РУБ.	5-10 МЛРД РУБ.	10-20 МЛРД РУБ.	СВЫШЕ 20 МЛРД РУБ.
Челябинская область	Камчатский край	Белгородская область	Ульяновская область	г. Москва
Астраханская область	Республика Карелия	Волгоградская область	Пермский край	Московская область
Самарская область	Республика Северная Осетия - Алания	Республика Калмыкия	Тульская область	Архангельская область
Курганская область	Республика Марий Эл	Республика Коми	Кемеровская область - Кузбасс	Свердловская область
Кировская область	Чеченская Республика	Томская область	Республика Крым	Забайкальский край
Хабаровский край	Республика Хакасия	Республика Ингушетия	Нижегородская область	Удмуртская Республика
Пензенская область	Ненецкий автономный округ	Республика Башкортостан	Республика Мордовия	Иркутская область
Сахалинская область	Еврейская автономная область	Новгородская область	Брянская область	Республика Бурятия
Ярославская область	Республика Тыва	Тамбовская область	Омская область	
Республика Дагестан	Республика Саха (Якутия)	Ростовская область	Саратовская область	
Магаданская область	Калининградская область	Новосибирская область	Псковская область	
Калужская область	Липецкая область	Оренбургская область	Кабардино-Балкарская Республика	
Тверская область	Республика Алтай		Республика Адыгея	
Владимирская область	Ивановская область		Ставропольский край	
Смоленская область	Рязанская область		г. Санкт-Петербург	
Мурманская область	Чувашская Республика			
Костромская область	г. Севастополь			
Воронежская область	Чукотский автономный округ			
Вологодская область	Орловская область			
Алтайский край	Карачаево-Черкесская Республика			
Красноярский край	Амурская область			
Краснодарский край	Курская область			
Приморский край				
Тюменская область				
Республика Татарстан				
Ленинградская область				
Ямало-Ненецкий автономный округ				
Ханты-Мансийский автономный округ - Югра				

Источник: Газпромбанк

ПРИЛОЖЕНИЕ 4. КРЕДИТНОЕ ПОЛОЖЕНИЕ РЕГИОНОВ РОССИИ НА КОНЕЦ 2020 Г., ПРОГНОЗ ГПБ





Департамент анализа рыночной конъюнктуры

+7 (495) 983 18 00

ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА

+7 (495) 988 24 10

ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

+7 (495) 980 41 82

БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ

+7(800) 707 23 65

Copyright © 2003 – 2020. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Директивы ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 и Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» (MAR) 2014/596, и был подготовлен в соответствии с указанными документами, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была или не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркетмейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылки: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с г-н Шон Ансел (+852 2867 1883) или г-н Джозеф Чу (+852 2867 1812) в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с Директивой 2014/65/EU (MiFID II). Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.