УТРЕННИЙ СОК

События | Обзоры | Комментарии

ПСБ | Аналитика & Стратегия

26.11.2021

В пятницу утром настроения на мировых рынках резко ухудшились ввиду новостей о распространении нового штамма коронавирусной инфекции в ЮАР

Мы считаем, что пара доллар-рубль останется под давлением в течение дня, рассчитываем, что она завершит торги в диапазоне 75-76 руб. с ориентиром на верхнюю границу коридора

Индекс МосБиржи может опуститься ниже отметки 3900 пунктов на фоне существенного ухудшения внешнего фона

Сегодня давление на котировки госбумаг возобновится; не исключаем, что доходности ОФЗ в ближайшее время вновь подойдут к максимумам прошлой недели (~9,0% годовых по 5-летним бумагам, 8,65% - по 10-летним)

Корпоративные и экономические события

Чистая прибыль Интер РАО по МСФО в 3 квартале выросла до 25,5 млрд руб., EBITDA - до 38,5 млрд руб.

Календарь

Корпновости

Техмонитор

Цифры дня

80 долл./барр.

к этому уровню снизились котировки нефти марки Brent сегодня утром на фоне новостей о новом штамме коронавируса

75 руб.

этот уровень превысил курс доллара сегодня утром в условиях ухудшения внешнего фона

Подпишитесь на Телеграм-канал аналитиков ПСБ

Следите за новостями в ПСБ Информере

Наши прогнозы и рекомендации

Конъюнктура мировых фондовых рынков

В четверг мировые рынки не показали значимой динамики на фоне дефицита новостей и выходного в США. Индекс развивающихся рынков MSCI EM%, ведомый отскоком рынков Бразилии и Турции, смог прибавить 0,1% как и индекс развитых стран MSCI World, который укрепился на 0,1% на фоне небольшого улучшения на европейских рынках. Индекс доллара приостановил свой рост, скорректировавшись на 0,1%.

В пятницу утром настроения на мировых рынках резко ухудшились ввиду новостей о распространении нового штамма коронавирусной инфекции в ЮАР. Распространение нового вида коронавирусной инфекции может спровоцировать введение новых ограничений в отдельных частях мира, что может привести к существенному замедлению роста деловой активности и экономики, а также пересмотру денежно-кредитной политики центральными банками, и создает угрозу срыва рождественского сезона распродаж в США.

В результате, ключевые азиатские индексы обвалились, фьючерсы на американский и европейские индексы теряют в пределах 1%. Цены на нефть Brent корректируются к уровню 80 долл. за баррель, котировки промышленных металлов снижаются, а цены на золото, как на защитный актив, укрепляются.

Также сегодня в США стартует «черная пятница», эффект которой может оказать слабым, что негативно скажется на финансовых результатах корпораций по итогам квартала. **На фоне отсутствия поддерживающих новостей ожидаем усиления коррекционных настроений в течение дня.**

Товарные рынки

Цены на нефть Brent перешли к резкому снижению утром после двух дней невыразительных торгов и консолидации в районе 82-83 долл./барр. Особых новостей нет, скорее - сниженная торговая активность на фоне Дня благодарения в США и отсутствие новых идей для роста. Ухудшение ситуации с коронавирусом в мире может добавлять негатива и ухудшать перспективы по восстановлению спроса. В фокусе заседание ОПЕК+ 1-2 декабря, но маловероятно, что альянс сразу будет готов к резкому увеличению добычи, но как минимум ждем напряжённого обсуждения этой темы.

Сегодня полагаем, что цены на нефть останутся под давлением, на фоне ухудшения настроений не исключаем попыток Brent закрепиться ниже 80 долл./барр.

Российский валютный рынок

Пара доллар-рубль завершила вчерашние торги укреплением национальной валюты, вернувшись к отметке 74,5 руб. ввиду подорожания отечественных госбумаг на фоне снижения торговой активности (на 40%), вызванной отсутствием американских инвесторов из-за праздника в США. Тем не менее, укрепление сдерживалось опасениями инвесторов относительно возможного роста геополитического риска. Отметим, что рубль демонстрировал схожую динамику с другими валютами развивающихся рынков.

По нашим оценкам, пятница создает выраженно неблагоприятный фон для рубля. Мы считаем, что пара доллар-рубль останется под давлением в течение дня, рассчитываем, что она завершит торги в диапазоне 75-76 руб. с ориентиром на верхнюю границу коридора. Не исключаем в среднесрочной перспективе тестирование рублем мартовских максимумов.

Наши прогнозы и рекомендации

Российский рынок акций

В четверг индекс МосБиржи предпринимал попытки роста, однако сниженные объёмы торгов (-36% к среднемесячному уровню и более чем в 2 раза ниже, чем в предыдущие дни) из-за выходного в США выступили сдерживающим фактором, а вместе с невнятной динамикой нефти, российский рынок завершил торговый день в символическом минусе.

Наибольшую поддержку индексу оказал финансовый сектор, во главе с TCS Group (+5,4%) и МосБиржи (+1,4%), в то время как акции Сбера (ао: -1,2%; ап: -0,9%) и ВТБ (-1,1%) выглядели безыдейно. Бумаги Магнита (+3,0%) продолжили восстанавливаться, акции X5 (+0,2%) к закрытию торгов смогли отыграть снижение, завершив день в плюсе после решения о выплате дивидендов в размере 73,65 рублей на акцию. Разнонаправленно двигались акции компаний металлургии и горной добычи. Из-за роста цен на алюминий подросли бумаги РУСАЛа (+1,4%). Без каких-либо значимых корпоративных новостей заметно выросли акции ТМК (+7,9%). Слабо смотрелись угледобытчики (Мечел: ао: -4,3%, ап: -1,0%; Распадская: -0,8%), завершив день в «красной зоне». На фоне стабилизации цен на золото, бумаги золотодобывающих компаний (Petropavlovsk: +1,7%; Полиметалл: +1,2%; Полюс: +0,6%) начали отскакиваться после нескольких дней снижения. Инвесторы проигнорировали публикацию неплохой финансовой отчётности Интер РАО (-0,5%), а также РусГидро (-0,9%), которая оказалась на уровне ожиданий. Из-за невнятной конъюнктуры на рынке энергоносителей компании нефтегазовой отрасли (ЛУКОЙЛ: -2,3%; НОВАТЭК: -2,2%; Роснефть: -1,1%; Газпром: -0,2%) закончили день снижением, исключением стала Башнефть (+2,0%). Акрон (+1,7%) продолжил уверенно расти на ожиданиях сильной финотчётности; ОВК (-7,1%) после появления информации о техническом дефолте облигаций «дочки».

Ожидаем, что сегодня индекс МосБиржи может опуститься ниже отметки 3900 пунктов на фоне существенного ухудшения внешнего фона.

Российский рынок облигаций

Восстановление котировок ОФЗ в отсутствии нерезидентов, выступающих основными продавцами российских активов, вчера ожидаемо ускорилось – кривая снизилась на 8-13 б.п. (5-летка достигла 8,77% годовых, 10-летка – 8,46% годовых).

Вместе с тем, данный восстановительный импульс, который наблюдался в среду и четверг, может оказаться временным на фоне новой глобальной коронавирусной угрозы из ЮАР. Также отметим сохраняющиеся страновые риски - 5-летний CDS на Россию вернулся к недавним максимумам (114 б.п.)

В результате, **сегодня давление на котировки госбумаг возобновится** – не исключаем, что доходности ОФЗ в ближайшее время вновь подойдут к максимумам прошлой недели (~9,0% годовых по 5-летним бумагам, 8,65% - по 10-летним).

Корпоративные и экономические события

Газпром заявляет инвестпрограмму-2022 на уровне рекордных 1,758 трлн руб.

Газпром на фоне пиковых цен на газ заявляет инвестиционную программу в 2022 году только по головной компании на уровне рекордных 1,758 трлн рублей, сообщила компания. Ранее максимального значения инвестпрограмма по ПАО достигала в 2018 году - после традиционного полугодового пересмотра она выросла до 1,496 трлн рублей (правда по факту была исполнена на 1,345 трлн рублей).

НАШЕ МНЕНИЕ

Увеличение инвестпрограммы Газпрома считаем ожидаемым, учитывая благоприятную ценовую конъюнктуру и долгосрочные планы компании по приоритетным проектам. Рост капзатрат не мешает нашему позитивному взгляду на акции Газпрома. В понедельник компания представит отчет за 3 кв. по МСФО, ждем рекордных результатов. Рекомендуем «покупать» акции Газпрома с целью 415 руб.

Чистая прибыль Интер РАО по МСФО в 3 квартале выросла до 25,5 млрд руб., EBITDA - до 38,5 млрд руб.

Чистая прибыль Интер РАО по МСФО в III квартале 2021 г. выросла на 66,2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года, до 25,5 млрд руб., следует из отчета компании. EBITDA увеличилась на 53,2%, до 38,5 млрд руб. Выручка за отчетный период составила 285,1 млрд руб. (+20,6%).

НАШЕ МНЕНИЕ

Представленные финансовые результаты оказались выше ожиданий рынка и обусловлены сильной конъюнктурой на рынке электроэнергии. По итогам 2021 года мы ждем сохранения высоких показателей Интер РАО за счет уверенного спроса на электроэнергию в условиях восстановления экономики. Тем не менее, компания пока не намерена направлять на дивиденды более чем 25% от чистой прибыли по МСФО. В результате ожидаемая доходность складывается на уровне 5,7%, что может несколько сдерживать интерес инвесторов к акциям компании в условиях роста процентных ставок. Однако в долгосрочной перспективе Интер РАО обладает высоким потенциалом роста, который может реализоваться в случае сделок M&A, что будет способствовать росту прибыли и дивидендной базы. Рекомендуем «покупать» акции Интер РАО с целевой ценой 5,64 руб./акция, потенциал роста 24%.

Корпоративные и экономические события

РусГидро снизило прибыль по МСФО в 3 кв. до 12 млрд руб., EBITDA выросла до 25,6 млрд руб.

Чистая прибыль РусГидро по МСФО в июле-сентябре 2021 года составила 12,1 млрд руб. после 13,6 млрд руб. годом ранее, следует из отчетности компании. При этом показатель EBITDA увеличился с 22,9 до 25,6 млрд руб. Выручка РусГидро за квартал увеличилась с 82,9 до 89,6 млрд руб., объем госсубсидий составил 12,55 млрд руб. после 10,28 млрд руб. годом ранее. Операционные расходы компании увеличились с 77,8 до 84,3 млрд руб.

НАШЕ МНЕНИЕ

Мы отмечаем улучшение динамики выручки и EBITDA на фоне восстановления выработки электроэнергии гидроэлектростанциями, а также высоких цен на оптовом рынке электроэнергии. Представленные финансовые результаты в целом ожидаемы и, по нашему мнению, не окажут сильного влияния на котировки акций компании. В долгосрочной перспективе акции компании интересны как дивидендная история с доходностью на уровне около 7% при текущих котировках. Наша целевая цена для акций РусГидро составляет 0,99 руб./акция, потенциал роста 24%. Мы рекомендуем «покупать» акции РусГидро.

X5 Group выплатит промежуточные дивиденды за 9 месяцев 2021 года в размере 73,65 рубля на GDR

X5 Retail Group приняла решение выплатить промежуточные дивиденды за девять месяцев 2021 года в размере 73,65 рубля на GDR. Общая сумма выплат составит 20 млрд рублей (без учета налогов и комиссий), что соответствует 57% чистой прибыли X5 за 9 месяцев 2021 года по МСФО 16. Дата закрытия реестра акционеров для получения дивидендов назначена на 17 декабря, экс-дивидендная дата - на 16 декабря. Выплата будет осуществлена в течение 45 дней с даты объявления.

НАШЕ МНЕНИЕ

Промежуточные выплаты оказались на уровне наших ожиданий: общая сумма выплат составит 20 млрд рублей, как и годом ранее. X5 начал платить промежуточные дивиденды только в прошлом году, а базой для расчета стал денежный поток. С учетом финальных дивидендов ожидаем суммарную дивдоходность на уровне 8-9% на акцию, рекомендуем «покупать» акции X5.

Индикаторы рынков на утро

Фондовые индексы	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Россия				
Индекс МосБиржи	3 948	-0,1%	-1,7%	-6,8%
Индекс РТС	1 666	0,3%	-5,5%	-13,1%
Индекс РТС на вечерней сессии	1 661	0,3%		
Фьючерс на РТС на веч. сессии	160 960	-3,2%		
США				
S&P 500	4 701	0,2%	0,3%	3,0%
Dow Jones (DJIA)	35 804	0,0%	-0,4%	0,2%
Dow Jones Transportation	16 826	-0,3%	1,7%	6,0%
Nasdaq Composite	15 845	0,4%	-0,5%	4,1%
Ближайший фьючерс на S&P 500*	4 652	-1,0%	-1,1%	1,9%
Европа				
EUROtop100	3 518	0,4%	-1,0%	1,7%
Euronext 100	1 362	0,7%	-1,4%	1,9%
FTSE 100 (Великобритания)	7 310	0,3%	0,7%	0,5%
DAX (Германия)	15 918	0,2%	-1,9%	1,0%
CAC 40 (Франция)	7 076	0,5%	-0,9%	4,6%
АТР				
Nikkei 225 (Япония)*	28 752	-2,5%	-2,9%	1,9%
Taiex (Тайвань)*	17 369	-1,6%	-2,5%	-2,8%
Kospi (Корея)*	2 938	-1,4%	-1,1%	0,5%
BRICS				
JSE All Share (ЮАР)	70 555	0,0%	0,3%	4,3%
Bovespa (Бразилия)	105 811	1,2%	3,3%	-0,6%
Hang Seng (Китай)*	24 157	-2,4%	9,4%	-9,4%
Shanghai Composite (Китай)*	3 564	-0,6%	0,1%	-0,9%
BSE Sensex (Индия)*	57 662	-1,9%	-3,3%	-6,0%
MSCI				
MSCI World	3 202	0,1%	-0,5%	1,1%
MSCI Emerging Markets	1 255	0,1%	-1,1%	-3,2%
MSCI Eastern Europe	276	0,0%	-2,8%	-7,0%
MSCI Russia	789	0,1%	-3,3%	-13,6%

Товарные рынки	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Сырьевые товары				
Нефть WTI спот, $/барр.	78,4	-0,1%	0,0%	-7,4%
Нефть Brent спот, $/барр.	78,9	-2,7%	-0,5%	-7,8%
Фьючерс на WTI, $/барр.*	75,9	-3,2%	-3,9%	-10,3%
Фьючерс на Brent, $/барр.*	80,1	-2,6%	1,6%	-7,3%
Медь (LME) спот, $/т	9892	0,0%	4,0%	-1,8%
Никель (LME) спот, $/т	20855	-0,9%	5,6%	1,8%
Алюминий (LME) спот, $/т	2726	0,7%	3,5%	-4,8%
Золото спот, $/унц*	1799	0,5%	-2,6%	0,3%
Серебро спот, $/унц*	23,6	-0,1%	-4,2%	-2,4%

Отраслевые индексы	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
S&P рынок США				
S&P Energy	436,4	1,0	1,3	-2,1
S&P Oil&Gas	447,4	1,6	4,2	-0,9
S&P Oil Exploration	711,2	0,6	0,1	-9,3
S&P Oil Refining	551,3	-0,7	-1,1	2,6
S&P Materials	221,9	-0,8	-0,3	-0,8
S&P Metals&Mining	898,8	-0,1	-0,7	0,2
S&P Capital Goods	895,2	-0,1	-0,4	0,8
S&P Industrials	208,8	0,4	1,6	9,4
S&P Automobiles	154,4	0,4	1,9	9,9
S&P Utilities	342,8	-0,1	0,8	0,8
S&P Financial	665,7	-0,2	1,2	-1,2
S&P Banks	445,6	-0,3	1,7	-1,4
S&P Telecoms	271,0	0,2	-1,9	0,1
S&P Info Technologies	2 986,3	0,7	1,1	7,0
S&P Retailing	4 398	0,2	1,1	7,1
S&P Consumer Staples	759,0	-0,3	0,5	2,5
S&P Consumer Discretionary	1 656,6	0,2	0,8	6,4
S&P Real Estate	306,6	1,3	1,3	2,6
S&P Homebuilding	1 855,9	-0,5	0,4	10,5
S&P Chemicals	902,0	-0,7	-1,1	3,5
S&P Pharmaceuticals	896,6	-0,4	-0,8	3,6
S&P Health Care	1 541,3	0,0	-0,9	0,4
Отраслевые индексы ММВБ				
Металлургия	11 306	0,6	-3,9	-1,3
Нефть и газ	9 019	-1,1	-3,0	-7,6
Эл/энергетика	2 074	0,6	-2,7	-6,6
Телекоммуникации	2 113	0,5	-3,1	-3,5
Банки	12 946	1,4	-4,1	-9,0

Валютные рынки	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Внешний валютный рынок				
Индекс DXY	96,71	-0,1	1,2	2,9
Евро*	1,122	0,1	-0,6	-3,2
Фунт*	1,330	-0,2	-1,1	-3,4
Швейц. франк*	0,931	0,6	-0,3	-1,1
Йена*	114,5	0,7	-0,5	-0,3
Канадский доллар*	1,272	-0,6	-0,6	-2,6
Австралийский доллар*	0,714	-0,8	-1,4	-4,9
Внутренний валютный рынок				
USDRUB	74,69	0,4	-2,1	-6,6
EURRUB	84,60	-1,1	-2,0	-4,7
Бивалютная корзина	79,51	-1,0	-2,2	-6,3

Долговые и денежные рынки	Значение	1Д, б.п.	1Н, б.п.	1М, б.п.
Доходность гособлигаций				
US Treasuries 3M	0,046	-0,8	0,5	-0,3
US Treasuries 2 yr	0,565	-7,5	5,8	12,5
US Treasuries 10 yr	1,545	-8,9	-0,1	-6,3
US Treasuries 30 yr	1,881	-7,9	-3,0	-16,0
Ставки денежного рынка				
LIBOR overnight	0,074	-0,2	-0,2	0,0
LIBOR 1M	0,092	-0,1	0,3	0,4
LIBOR 3M	0,180	1,1	2,3	5,5
EURIBOR overnight	-0,588	0,0	-0,2	-0,1
EURIBOR 1M	-0,565	-0,5	0,2	-0,2
EURIBOR 3M	-0,583	-1,9	-1,6	-3,4
MOSPRIME overnight	7,670	9,0	6,0	5,0
MOSPRIME 3M	8,680	11,0	16,0	35,0
Кредитные спрэды, б.п.				
CDS Inv.Grade (USA)	53	0,0	1,3	2,0
CDS High Yield (USA)	306	0,0	5,9	8,1
CDS EM	202	0,0	14,9	22,6
CDS Russia	112	0,0	12,4	31,8

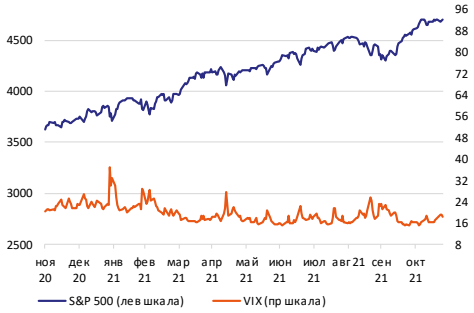
Итоги торгов ADR/GDR	Значение	1Д, %	1Н, %	Спрэд
Нефтянка				
Газпром	9,0	0,2	-0,4	-0,8%
Роснефть	8,0	-1,8	-0,5	-1,1%
Лукойл	91,0	-2,2	-3,8	-0,5%
Сургутнефтегаз	5,5	-1,6	-0,2	-1,1%
Газпром нефть	33,0	6,1	-0,6	3,6%
НОВАТЭК	223	-1,9	-15,3	-0,2%
Цветная металлургия				
НорНикель	29,6	0,0	-2,2	-0,4%
Черная металлургия				
Северсталь	22,2	0,0	-1,0	0,0%
НЛМК	29,6	0,2	-0,6	-0,4%
ММК	10,8	0,0	-0,5	-0,7%
Мечел ао	3,2	0,0	-0,7	51,0%
Банки				
Сбербанк	17,1	-1,0	-1,3	-0,6%
ВТБ ао	1,3	-0,6	-0,1	-3,1%
Прочие отрасли				
МТС	8,4	-0,8	-0,4	1,0%
Магнит ао	15,7	2,7	-0,8	0,2%

*** данные приведены по состоянию на 8:40 мск**

Источник: Bloomberg, Reuters

Рынки в графиках

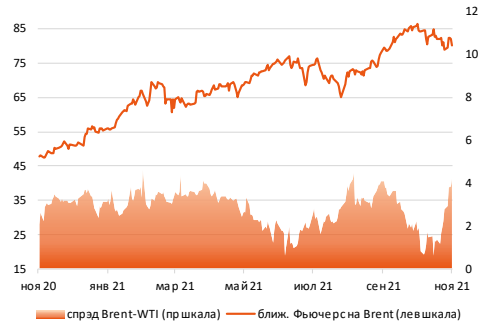
S&P 500 и индекс вмен. волатильности VIX



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

На рынке США коррекционные настроения сохраняются, хотя рынок остается у пиков года и продолжает удерживаться в повышательном тренде. В фокусе внимания в настоящее время остается статистика, способная скорректировать ожидания по экономике и темпам ужесточения политики ФРС. Мы по-прежнему осторожно смотрим на S&P500, отмечая высокие оценки рынка, в первую очередь сегмента hi-tech, уязвимого к росту ставок. Риски усиления коррекционных настроений и ухода S&P500 в зону 4100-4300 пунктов пока сохраняются.

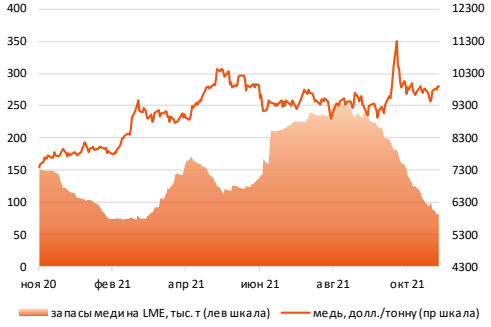
Фьючерс на Brent и его спрэд к WTI, долл./барр.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Цены на нефть перешли к снижению на фоне роста инфляционных рисков и планов США, КНР и Японии распечатать стратегические резервы для охлаждения рынка. Новые локдауны в Европе также ставят под вопрос перспективы роста спроса на энергоносители. **Полагаем, что цены на нефть Brent на фоне негативного сантимента будут торговаться в зоне 75+ долл./барр. с перспективами развернуться ниже в случае присоединения ОПЕК+.**

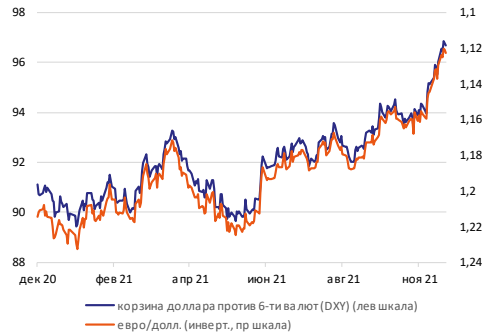
Цены и запасы меди на LME



Источник: LME, Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

На рынки промышленных металлов смотрим осторожно. **Восстановление работы предприятий в Китае негативно сказывается на стоимости алюминий из-за роста производства.** После коррекции произошедшей в середине октября, цены на промышленные металлы в большинстве своём перешли к консолидации. Исключением является никель, стоимость которого приближается к многолетним максимумам на фоне высокого спроса и ограниченного предложения.

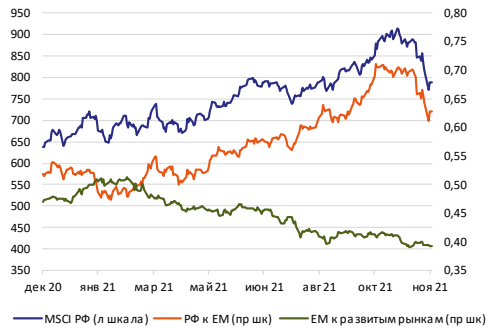
Динамика отдельных валютных пар



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

EURUSD остается под давлением на фоне более явных перспектив скорого сворачивания стимулов в США и усиления макроэкономических опасений, придавливающих аппетит к риску. Пара перешла в диапазон 1,10-1,15, **Риск развития отката евро к доллару в ближайшее время сохраняется**.
Долгосрочно продолжаем смотреть на евро позитивно.

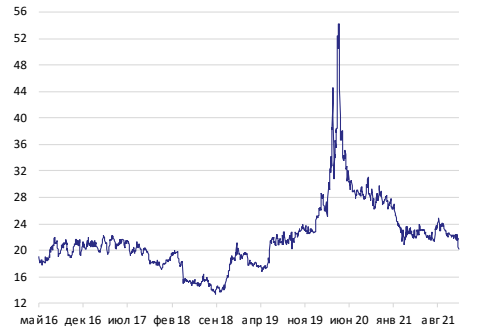
Отношения индексов MSCI и MSCI Russia



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Рынок РФ резко ухудшил свои позиции относительно MSCI EM ввиду спада эйфории на рынках энергоносителей и роста страновой премии. **По-прежнему консервативно смотрим на динамику MSCI EM к MSCI World ввиду опасений ужесточения политики ФРС и регуляторных ужесточений на рынке КНР.**

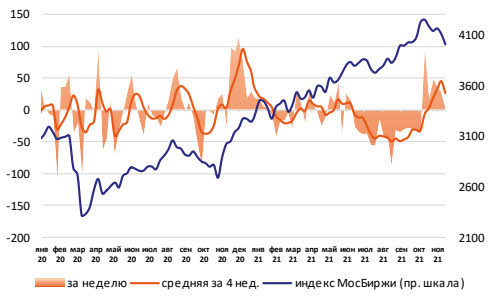
Отношение индекса РТС и нефти Brent



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Отношение RTS/Brent закрепилось ниже 24х. **Учитывая текущую фазу эк. цикла, рынок остается недооцененным к нефти**: цены на нефть, учитывая макроопасения, остаются завышенными, а потому не находят полного отражения в соответствующем повышении оценок «голубых фишек». Негативным фактором выступает и оживление геополитических рисков

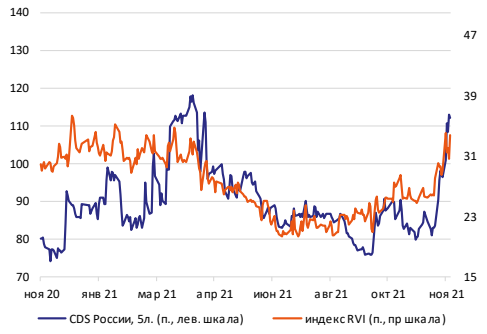
Потоки капиталов в фонды акций Russia-dedicated, млн долл.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

За неделю, завершившуюся 19 ноября, в биржевые фонды акций, ориентированные на российский фондовый рынок, по нашим расчетам, наблюдался **приток капитала в размере 26 млн долл.**

Индекс вмен. волатильности RVI и CDS России

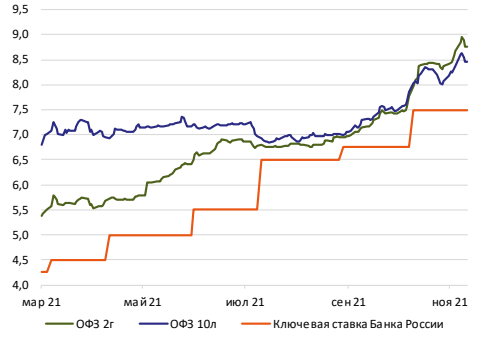


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

CDS и RVI резко выросли на фоне усиления санкционных опасений, указывая на пониженный интерес глобальных инвесторов к российским активам и риски развития понижательного движения рынка акций.

Рынки в графиках

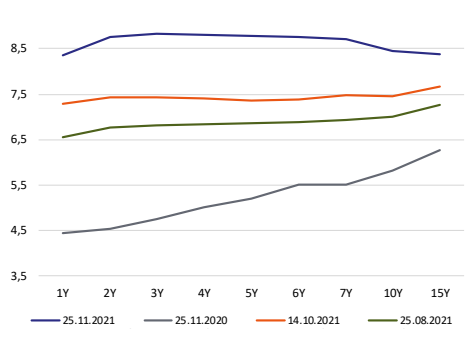
Доходность ОФЗ, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

На фоне ускорения инфляции и повышения ключевой ставки котировки ОФЗ находятся под давлением. ЦБР допускает возможность дальнейших повышений ставки. Доходности госбумаг уже закладывают повышение ставки до 8,5% на ближайших заседаниях, однако **рынок свопов на ставку ЦБ отражает ее повышение выше 9,0%, что может сохранить давление на котировки рублевого госдолга.**

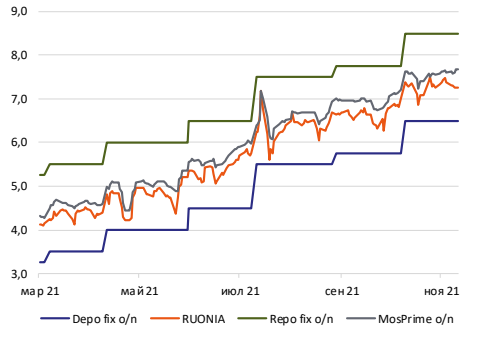
Кривая доходности ОФЗ различной срочности



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Существенное превышение инфляции среднего уровня и цели ЦБР в ближайшее время будет способствовать росту доходности коротких ОФЗ. **Ожидания снижения ключевой в долгосрочной перспективе сохраняют инверсию кривой, когда доходность длинных ОФЗ будет ниже, чем коротких.**

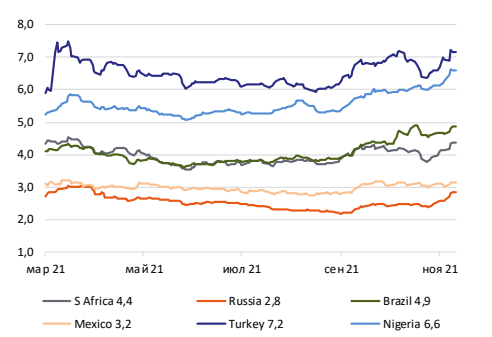
Ставки ЦБ РФ и межбанковского рынка



Источник: LME, Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

На пресс-конференции по итогам заседания в октябре Э. Набиуллина указала на **возможность нескольких шагов по повышению ключевой ставки в краткосрочной перспективе.** Прогноз средней ставки на 2022 год повышен до 7,3–8,3%. В ноябре ЦБ подтвердил свой «жесткий» сигнал.

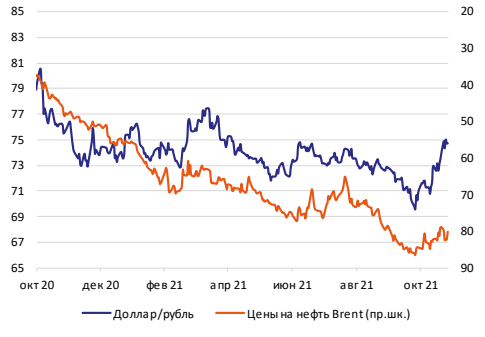
Доходность евробондов EM 10y, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Ожидания сворачивания монетарных стимулов ФРС могут спровоцировать рост доходности евробондов развивающихся стран. Поэтому **видим риски перехода Russia`29 в диапазон 2,5–3,0% годовых.** Поддерживающим фактором остаются высокие цены на сырьевые товары и низкий внешний долг РФ.

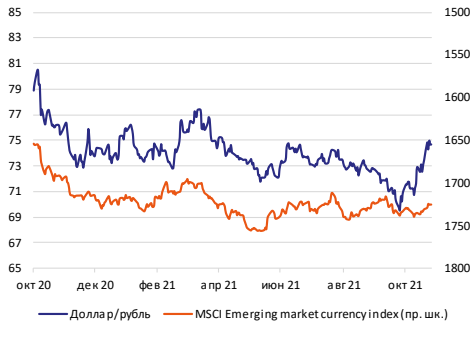
Рубль и цены на нефть марки Brent



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Рубль продолжает слабеть ввиду находящихся под давлением цен на нефть и растущей страновой премии за риск. Отметим, что внутренние экономические события, такие как рост инфляции, и рекордный выкуп иностранной валюты по бюджетному правилу также оказывают давление на позиции рубля. **По нашим оценкам, в случае последующего ослабления нефтяных котировок, есть риск выхода пары доллар-рубль к отметке 76 руб.**

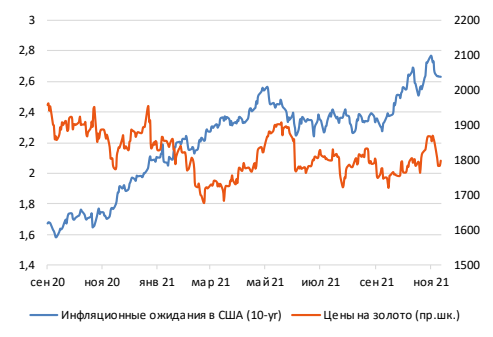
Рубль и индекс валют развивающихся стран



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Валюты стран EM в последнее время пребывают под давлением. Растущая глобальная инфляция и дешевеющее сырье негативно влияют на позиции валют стран развивающихся рынков. Рост геополитических рисков, опасения по COVID-19 и хорошая статистика по США также вносят свою лепту. **Полагаем, что валюты EM могут оставаться под давлением вплоть до конца 2021 года.**

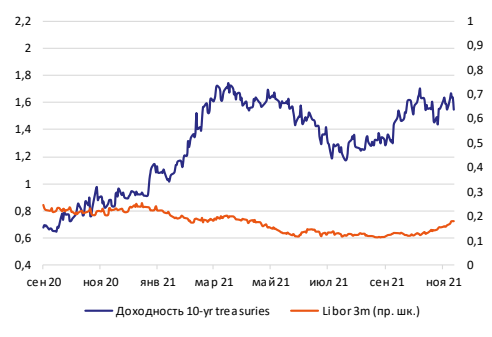
Инфляционные ожидания в США и цены на золото



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Инфляционные ожидания, по спрэду UST-TIPS, чуть снизились, но остаются у рекордных значений, способствуя спросу на драгметаллы. Однако укрепление доллара США и риски роста долларовых ставок оказывают давление на стоимость золота. **В ближайшее время ожидаем консолидацию цен на рынке драгоценных металлов.**

Доходности UST и Libor 3m



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Доходность UST-10yr удерживается выше 1,5% на фоне четких сигналов ФРС о скором ужесточении своей политики и высокой инфляции. **Перспектива развития роста долл. ставок, с движением в 1,7%-1,9% выглядит все более реальной.**

3-мес. LIBOR остается низким, отражая комфортное состояние глобальных денежных рынков.

Итоги торгов и мультипликаторы*

	MCap, $ млрд	Цена закрытия	Рыночная оценка потенциала роста, %	Мультипликаторы, 2021E				CAGR 2020-2024 %		Рентабельность (2021E)		Beta	HV 90D, %	Объем торгов на МосБирже, млн руб.	Абсолютная динамика, %			
				EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EBITDA	Earnings	EBITDA	NI (ROE для банков)				1Д	1Н	3М	СНГ
Индекс МосБиржи	777,6	3 948	30%	1,3	4,2	6,4	1,1	-	-	30%	17%	-	15	79 252	-0,1	-1,7	2,5	20,0
Индекс РТС	-	1 666	-	1,3	4,1	6,2	1,1	-	-	30%	17%	-	22	-	0,3	-5,5	1,9	20,1
Нефть и газ																		
Газпром	107,1	338,0	39%	1,1	3,2	3,5	0,5	16%	88%	34%	21%	1,0	25	16 530	0,8	-2,1	14,6	58,9
Новатэк	66,7	1 640,0	21%	4,1	13,2	12,4	2,9	28%	59%	31%	33%	1,3	28	2 284	-2,2	-4,8	-2,8	30,2
Роснефть	83,8	590,7	26%	1,0	3,9	5,8	1,1	35%	99%	26%	12%	1,3	26	1 830	-1,5	-3,4	11,1	35,7
Лукойл	62,0	6 679	20%	0,5	3,6	6,7	1,1	11%	134%	15%	8%	1,2	24	7 267	-2,3	-1,9	5,2	29,2
Газпром нефть	32,0	504,0	3%	1,0	3,9	5,1	1,0	7%	3%	25%	16%	1,2	24	583	-0,3	-2,9	19,8	59,0
Сургутнефтегаз, ао	19,4	40,5	23%	0,1	0,5	3,8	0,3	25%	-18%	26%	20%	1,2	45	2 969	-1,6	-0,6	21,7	12,1
Сургутнефтегаз, ап	3,9	38,2	39%	0,1	0,5	3,8	0,3	25%	-18%	26%	20%	0,5	16	743	-0,7	-1,5	-0,5	-8,7
Татнефть, ао	14,3	490,4	34%	1,0	3,9	5,6	1,3	16%	19%	25%	16%	1,4	28	1 719	-1,5	-5,4	-0,8	-4,3
Татнефть, ап	0,9	451,8	28%	1,0	3,9	5,6	1,3	16%	19%	25%	16%	1,4	25	610	-0,7	-2,9	-2,1	-4,9
Башнефть, ао	2,9	1 490	-	n/a	n/a	1,8	0,5	n/a	n/a	n/a	n/a	0,9	29	17	2,0	-0,7	3,8	-10,3
Башнефть, ап	0,4	1 057	-	n/a	n/a	1,8	0,5	n/a	n/a	n/a	n/a	0,9	26	36	1,3	-5,3	0,0	-9,1
Всего по сектору	**393,4**		**26%**	**1,1**	**4,1**	**5,1**	**1,0**	**20%**	**42%**	**26%**	**18%**	**1,1**	**26,9**	**3 144**	**-0,6**	**-2,9**	**6,4**	**17,1**
Финансовый сектор																		
Сбербанк, ао	91,7	317,3	39%	-	-	5,3	1,1	-	-	-	21%	1,0	27	14 060	-1,0	-5,3	-1,7	17,0
Сбербанк, ап	4,0	297,0	33%	-	-	5,3	1,1	-	-	-	21%	0,9	23	1 406	-0,5	-3,2	-1,8	23,4
ВТБ	8,5	0,0489	33%	-	-	5,3	1,1	-	-	-	21%	1,1	25	1 689	-0,7	-4,0	-2,8	29,7
БСП	0,6	89,7	-5%	-	-	2,8	0,8	-	-	-	13%	0,8	27	31	-1,1	0,2	23,2	73,1
МосБиржа	4,8	156,2	28%	-	-	3,2	0,47	-	-	-	10%	0,7	25	1 354	1,9	-5,5	-12,9	-2,1
АФК Система	3,4	26,3	75%	1,6	4,5	-	2,8	6%	-	36%	n/a	1,1	25	625	1,3	-5,7	-12,1	-8,0
Всего по сектору	**112,9**		**34%**	**1,6**	**4,5**	**4,4**	**1,2**	**6%**	**-**	**36%**	**17%**	**0,9**	**25,5**	**19 165**	**0,0**	**-3,9**	**-1,4**	**22,2**
Металлургия и горная добыча																		
НорНикель	45,6	22 150	9%	3,0	4,9	6,1	9,5	7%	11%	61%	41%	1,0	21	2 491	-0,2	-0,5	-6,8	-6,5
РусАл	14,9	73	24%	1,5	6,3	3,9	2,1	22%	31%	24%	30%	1,2	45	1 694	2,0	3,4	42,6	106,5
АК Алроса	12,3	125,2	20%	2,8	6,1	9,1	3,5	17%	31%	47%	31%	1,0	33	1 459	-1,1	-7,2	-6,9	27,3
НЛМК	18,0	223,7	42%	1,3	3,2	4,0	3,7	10%	20%	42%	29%	0,8	26	1 217	0,4	-0,4	-7,6	7,0
ММК	9,4	62,9	36%	0,8	2,3	3,3	2,0	17%	32%	37%	25%	0,9	31	481	0,6	-3,2	-12,7	12,8
Северсталь	18,6	1 658,8	24%	1,7	3,6	4,7	6,8	8%	11%	47%	33%	0,7	23	728	0,2	-2,5	-2,3	26,1
ТМК	1,2	85,2	-18%	1,1	8,0	7,8	1,1	12%	0%	14%	3%	1,1	71	216	7,8	2,7	-19,6	39,3
Полюс Золото	26,2	14 381	6%	6,2	9,0	12,6	9,0	5%	4%	69%	45%	0,5	28	1 658	1,0	-9,3	6,9	-5,5
Полиметалл	8,6	1 361,0	21%	3,8	6,5	8,6	4,5	7%	7%	58%	36%	0,6	26	1 441	2,3	-6,4	-9,5	-21,6
Всего по сектору	**154,8**		**18%**	**2,5**	**5,5**	**6,7**	**4,7**	**12%**	**16%**	**44%**	**30%**	**0,9**	**33,8**	**11 384**	**1,4**	**-2,6**	**-1,8**	**20,6**
Минеральные удобрения																		
Акрон	7,1	13 164	-34%	2,7	5,5	7,1	6,9	22%	102%	50%	32%	0,2	50	277	1,7	10,0	105,0	122,1
ФосАгро	10,1	5 805	-2%	2,3	5,0	6,7	6,6	14%	29%	45%	28%	0,6	31	797	-0,5	0,1	25,3	85,3
Всего по сектору	**17,2**		**-18%**	**2,5**	**5,2**	**6,9**	**6,8**	**18%**	**66%**	**48%**	**30%**	**0,4**	**40,6**	**1 074**	**0,6**	**5,0**	**65,2**	**103,7**
Телекоммуникации																		
Ростелеком, ао	3,8	87,3	37%	1,3	3,6	8,7	1,4	8%	17%	37%	6%	0,8	16	205	0,6	-6,0	-7,2	-9,8
МТС	8,2	306,5	29%	2,0	4,6	9,5	18,6	5%	8%	43%	12%	0,8	10	429	0,4	-2,1	-7,8	-7,3
Всего по сектору	**12,0**		**33%**	**1,6**	**4,1**	**9,1**	**10,0**	**7%**	**12%**	**40%**	**9%**	**0,8**	**13**	**634**	**0,5**	**-4,1**	**-7,5**	**-8,5**

Источник: Bloomberg, Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

* - итоги торгов основной сессии

Итоги торгов и мультипликаторы*

	MCap, $ млрд	Цена закрытия	Рыночная оценка потенциала роста, %	Мультипликаторы, 2021E				CAGR 2020-2024 %		Рентабельность (2021E)		Beta	HV 90D, %	Объем торгов на МосБирже, млн руб.	Абсолютная динамика, %			
				EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EBITDA	Earnings	EBITDA	NI (ROE для банков)				1Д	1Н	3М	СНГ
Электроэнергетика																		
Энел Россия	0,4	0,858	19%	1,1	2,8	12,8	0,7	10%	4%	15%	5%	0,8	13	27	1,3	-1,8	1,1	-4,6
Юнипро	2,3	2,768	12%	2,0	5,7	9,8	1,4	10%	13%	35%	21%	0,7	13	128	0,2	-0,6	-2,0	-0,8
ОГК-2	1,0	0,645	31%	0,6	2,8	4,9	0,5	10%	26%	22%	8%	1,0	25	42	-0,8	-5,9	-8,1	-11,7
ТГК-1	0,6	0,011	11%	0,5	2,1	4,1	-	-2%	0%	25%	10%	1,1	20	22	1,4	-1,5	-5,8	-3,4
РусГидро	4,7	0,794	26%	1,0	3,6	5,8	0,6	4%	6%	29%	14%	0,9	13	532	-0,1	-2,2	-3,9	1,6
Интер РАО ЕЭС	6,3	4,534	41%	0,2	1,8	4,9	0,7	5%	3%	13%	8%	1,0	26	791	1,9	-1,4	2,5	-14,7
Россети, ао	3,5	1,298	-7%	0,6	2,1	2,5	0,2	6%	14%	30%	9%	1,2	24	100	1,8	-4,2	0,1	-26,0
Россети, ап	0,1	1,899	-24%	0,6	2,1	2,5	0,2	6%	14%	30%	9%	1,1	27	1	0,0	-0,8	-1,4	-13,7
ФСК ЕЭС	3,0	0,174	16%	1,5	3,0	3,2	0,2	4%	4%	50%	27%	1,0	17	108	0,5	-3,8	-11,9	-21,7
Всего по сектору	**21,7**		**14%**	**0,9**	**2,9**	**5,6**	**0,6**	**6%**	**9%**	**28%**	**12%**	**1,0**	**19,7**	**1753**	**0,7**	**-2,5**	**-3,3**	**-10,6**
Транспорт и логистика																		
Аэрофлот	2,1	64,5	32%	1,7	7,4	-3,8	-1,4	66%	38%	23%	-8%	1,1	17	314	0,4	-4,2	-5,4	-9,4
Транснефть, ап	3,0	146 200	34%	0,4	0,8	1,3	0,1	5%	16%	44%	16%	0,7	18	123	0,2	-2,8	-7,6	4,2
Всего по сектору	**5,2**		**33%**	**1,0**	**4,1**	**-1,2**	**-0,6**	**36%**	**27%**	**33%**	**4%**	**0,9**	**17,4**	**436,9**	**0,3**	**-3,5**	**-6,5**	**-2,6**
Потребительский сектор																		
X5	7,9	2 178	39%	0,6	5,2	12,7	6,2	1%	14%	12%	2%	0,8	20	1 293	0,2	-5,4	-11,3	-21,1
Магнит	8,2	6 025	31%	0,6	5,2	12,6	3,2	8%	24%	12%	3%	0,9	28	2 597	2,7	-3,8	7,0	6,3
М.Видео	1,4	561,9	53%	0,5	5,1	8,1	3,0	64%	9%	10%	3%	0,5	20	105	-0,3	-3,8	-10,8	-21,1
Детский мир	1,4	136,8	28%	0,9	5,4	8,7	neg.	14%	31%	18%	7%	0,8	17	194	1,1	-2,6	-1,8	1,0
Всего по сектору	**18,8**		**38%**	**0,7**	**5,2**	**10,5**	**4,1**	**22%**	**20%**	**13%**	**3%**	**0,8**	**21**	**4189**	**0,9**	**-3,9**	**-4,2**	**-8,7**
Девелопмент																		
ЛСР	1,0	748,6	8%	1,1	4,8	5,3	0,8	-4%	15%	22%	11%	0,9	17	71	1,0	2,9	-6,3	-13,6
ПИК	9,9	1 116,9	44%	2,0	8,3	8,0	3,9	19%	17%	23%	17%	0,6	39	403	1,4	1,5	-11,1	86,8
Всего по сектору	**10,9**		**26%**	**1,5**	**6,6**	**6,7**	**2,4**	**7%**	**16%**	**23%**	**14%**	**0,7**	**28**	**475**	**1,2**	**2,2**	**-8,7**	**36,6**
Прочие сектора																		
Яндекс	26,8	5 570	23%	5,6	62,4	172,3	5,5	39%	31%	9%	3%	0,7	31	1 893	0,3	-6,3	7,6	8,0
QIWI	0,5	642	-	-0,1	-0,1	4,1	1,1	-8%	-5%	55%	39%	0,8	29	38	0,0	2,4	-3,1	-15,7
Всего по сектору	**29,4**		**23%**	**1,8**	**20,8**	**58,8**	**2,2**	**10%**	**9%**	**21%**	**14%**	**0,8**	**29,8**	**2 008**	**0,2**	**-1,9**	**1,3**	**9,6**

Источник: Bloomberg, Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

* - итоги торгов основной сессии

Расшифровка сокращений:

MCap - рыночная капитализация компании, представляет собой суммарное произведение рыночной стоимости акции к общему количеству выпущенных акций

Рыночная оценка потенциала роста - процентное выражение потенциала роста акции до прогнозной "справедливой" цены, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg

EV/S - отношение показателя "стоимость компании" (текущая рыночная капитализация + чистый долг) к выручке за указанный год

EV/EBITDA - отношение показателя "стоимость компании" (текущая рыночная капитализация + чистый долг) к показателю EBITDA за указанный год

EBITDA - аналитический показатель, который представляет собой сумму операционной прибыли и амортизационных отчислений

P/E - отношение текущей рыночной капитализации к чистой прибыли за указанный год

P/BV - отношение текущей рыночной капитализации к собственному капиталу за указанный год

CAGR - среднегеометрический годовой темп роста

Beta - показатель позволяет оценить чувствительность цены акции к рыночным колебаниям (>1 - более чувствительна, чем рынок в целом)

HV 90D - историческая волатильность акции, равная стандартному отклонению стоимости финансового инструмента за 90 дней

1Д - динамика актива в последнюю торговую сессию

1Н - динамика актива за последнюю неделю

3М - динамика актива за 3 последних месяца

СНГ - динамика актива с начала года

Календарь событий на мировых рынках

Время выхода	Знач-ть	Событие	Период	Консенсус	Пред. знач.	Факт
25 ноября 10:00	••	Индекс потребдоверия от GfK в Германии	декабрь	0,5	0,9	**-1,6**
25 ноября	•••••	Выходной в США - День благодарения				
26 ноября 10:00	••	Цены на импорт к Германии, м/м	октябрь	н/д	1,3%	
26 ноября 10:45	•	Индекс потребдоверия во Франции	ноябрь	н/д	99	
26 ноября 12:00	•	Темпы кредитования частного сектора в еврозоне, %	октябрь	2,1%	2,1%	
25 ноября	•••••	Черная пятница (старт рождественских продаж в США)				

Источник: Интерфакс, Bloomberg, Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

[1] - значимость события оценивается по 5-балльной шкале

Календарь корпоративных событий

Дата	Компания/отрасль	Событие
26 ноября	ВТБ	Финансовая отчетность по МСФО за 10 месяцев 2021 г.
29 ноября	Аэрофлот	Финансовая отчетность по МСФО за 3 квартал 2021 г.
1 декабря	ТМК	Финансовая отчетность по МСФО за 3 квартал 2021 г.
2 декабря	АФК Система	Финансовая отчетность по МСФО за 3 квартал 2021 г.
2 декабря	МосБиржа	Объем торгов за ноябрь
3 декабря	НЛМК	Последний день торгов с дивидендами (13,33 руб./акция)
3 декабря	Эталон	Последний день торгов с дивидендами (9,39 руб./акция/ГДР)
10 декабря	Алроса	Продажи за ноябрь
10 декабря	Черкизово	Операционные результаты за ноябрь
10 декабря	Северсталь	Последний день торгов с дивидендами (85,93 руб./акция)
10 декабря	Акрон	Последний день торгов с дивидендами (720 руб./акция)
14 декабря	М.Видео	Последний день торгов с дивидендами (35 руб./акция)
15 декабря	Юнипро	Последний день торгов с дивидендами (0,1903290 руб./акция)
16 декабря	Фосагро	Последний день торгов с дивидендами (234 руб./акция)
16 декабря	Русская Аквакультура	Последний день торгов с дивидендами (4 руб./акция)
17 декабря	Лукойл	Последний день торгов с дивидендами (340 руб./акция)

Источник: данные компаний, Интерфакс, Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

ПАО «Промсвязьбанк»

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>
http://www.psbank.ru
http://www.psbinvest.ru
https://t.me/macroresearch

ПСБ Аналитика & Стратегия

Центр аналитики и экспертизы

Николай Кащеев **Руководитель Центра**	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

Отдел экономического и отраслевого анализа

Евгений Локтюхов **Начальник отдела**	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Владимир Лящук	Lyaschukvv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-86
Владимир Соловьев	Solovevva1@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-48-31
Людмила Теличко	Telichkole@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-40-10
Егор Жильников	Zhilnikovev@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-74-77
Алексей Головинов	Golovinovag@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-75-84

Группа стратегического маркетинга

Павел Гвоздев	Gvozdevpd@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-71-56
Екатерина Гаврилова	Gavrilovaee@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-11-23
Екатерина Аликина	Alikinaem@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-55-40

Отдел анализа банковского и финансового рынков

Илья Ильин **Начальник отдела**	Ilinio@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-54-23
Дмитрий Грицкевич	Gritskevichda@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-10-36
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Денис Попов	Popovds1@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-09-13
Максим Белугин	Beluginma@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-62-16

©2021 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора.

Содержащиеся в обзоре комментарии и выводы, в том числе, о действиях и политике ЦБ, отражают только позицию аналитиков ПАО «Промсвязьбанк». Комментарии подготовлены на основе данных, размещенных в открытых источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными.

Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск. Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.