

09.12.2024

НЕДЕЛЬНЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

ГЛАВНОЕ:

Руководство ЦБ РФ может рассмотреть возможность снижения ключевой ставки при более высоких, чем ожидается регулятором, темпах роста ВВП и, как следствие, более сильном бюджете.

ОПЕК + усиливает поддержку производителям на фоне нового раунда повышения геополитических угроз для нефтяного рынка.

Макроэкономическая, корпоративная информация в основном, как представляется, отражала, в итоге, **возможности усиления глобального инвестиционного спроса** ближайшие два – три квартала несмотря на повышенные риски ослабления мер бюджетного, монетарного стимулирования в ведущих зрелых экономиках. Отмечаем улучшение ноябрьской статистики ряда индикаторов делового климата. В частности, по данным **медиа-группы Caixin индикатор PMI в производственной сфере Китая (нояб.: 51,3 пт.; окт.: 50,3; прогн.: 50,6)** восстановился вблизи двухлетних максимумов. Рассчитываемый **американским Институтом Управления Поставками (ISM) показатель новых производственных заказов (нояб.: 50,4 пт.; окт.: 47,1; прогн.: 47,6)** после семи месяцев снижения восстановился на уровнях, свидетельствующих об экспансии в секторе, хотя и невысокой по темпам.

В то же время, реагируя, как представляется, на сохранение **растущих трендов цен ряда ключевых товарных сегментов** руководство ФРС **продолжает охлаждать**, «сглаживать» рыночные ожидания смягчения кредитной политики регулятора. Федеральная резервная система может позволить себе быть более осторожной с дальнейшим снижением базовой процентной ставки, заявил председатель американского ЦБ Джером Пауэлл в ходе мероприятия DealBook Summit, организованного The New York Times.

«Риски ослабления рынка труда, кажется, стали меньше, рост экономики определенно сильнее, чем мы ожидали, а инфляция немного выше. Хорошая новость в том, что мы можем **позволить себе быть чуть более осторожными**, пытаюсь найти нейтральный уровень ставки», - подчеркнул господин Пауэлл.

Фоном для данных комментариев служит, в частности, информация, свидетельствующая о перспективах активизации спроса на товарном сегменте. Спрос на нефть в Индии в следующем году может вырасти на 1 млн б/с - с текущих 5,5 млн. баррелей в сутки (б/с) до 6,5 млн. б/с, сообщил CEO крупнейшей индийской государственной нефтегазовой корпорации ONGC Арун Кумар Сингх на XVII Веронском Евразийском экономическом форуме. Для сравнения, ОПЕК в своем ноябрьском обзоре закладывал рост спроса на нефть в **Индии в 2025 г. на 0,24 млн. б/с (+4,3% г./г.)**.

Внутриэкономическая информация, полагаем, в итоге, вновь продемонстрировала возможность **улучшения инвестиционного климата на российском финансовом рынке в ближайшие месяцы**. Ключевым драйвером такого улучшения, в рамках наших базовых оценок, станет, с одной стороны, существенное улучшение статистики нефтегазовых доходов, которое позволит, полагаем, бюджету «перерасти» снижение ненефтегазовых доходов в результате ухудшения динамики экономики. Советник председателя Банка России Кирилл Трemasов, выступая на Российском облигационном конгрессе, организованном Sbonds, заявил, что ЦБ РФ «абсолютно точно» потребуются длительное, **«самое меньшее, 2-3 квартала**, а возможно и больше, время, чтобы убедиться в устойчивости дезинфляционных процессов». «Только убедившись в том, что процесс принял устойчивый характер и мы возвращаемся к 4% (инфляции), мы можем перейти к снижению ставки».

Однако, по словам господина Тремасова, есть один нюанс, который может обеспечить **более мягкую ДКП**. ЦБ, в отличие от министерства экономического развития, смотрит на динамику экономического роста в 2025 году «более консервативно», и если оправдается прогноз Банка России, то это может привести к «недобору бюджетных доходов и большему дефициту, **большей мягкости бюджетной политики**». Прогноз Минэкономразвития РФ по росту ВВП на 2024 г. составляет 3,9%, на 2025 г. он равен 2,5%. ЦБ ждет, что экономика увеличится на 3,5-4% в этом году и на 0,5-1,5% в следующем. Кроме того, отмечаем реакцию рынка на поручение президента Владимира Путина правительству и ЦБ **не допускать чрезмерной долговой нагрузки на корпоративном сегменте**. В четверг ОАО «Российские железные дороги» сообщило о сокращении инвестпрограммы на 2025 г. примерно на 40% г./г.

Необходимо также отметить, что корректировки политики ЦБ традиционно, исходя из исторической практики, **возможны в случае если динамика ВВП РФ** станет складываться **слабее прогнозов регулятора**.

С учетом последних комментариев руководства Банка России и нового повышения оценочных инфляционных рисков в экономике РФ в условиях представляющейся сравнительно низкой монетизации экономики РФ и на фоне ужесточения кредитно - бюджетных условий мы ранее повысили до 16% -19% справедливый оценочный уровень индекса потребительских цен (ИПЦ РФ) на середину 2025 г. С учетом обозначенного прогноза возможного или вероятного ускорения инфляции относительно текущих уровней, ожидаем роста Ключевой ставки до 23%-25% в конце 2024 – начале 2025 г.

В дальнейшем, в середине – второй половине 2025 г. по-прежнему ожидаем формирования цикла снижения Ключевой ставки в диапазон 20% - 23% в зависимости от динамики внешних факторов (ранее данный прогноз составлял 14%-19%).

После существенного ожидаемого ускорения прироста ИПЦ РФ в начале - середине следующего года, во втором полугодии 2025 г., на фоне замедления кредитной активности, ожидаем замедления прироста индекса потребительских цен в РФ к концу 2025 г. до 15% - 18% г./г. (ранее прогноз составлял 10% -13%).

На этом фоне , по-прежнему, прогнозный диапазон динамики ВВП РФ по итогам первого и второго полугодия 2025 г. оцениваем в базовом варианте, соответственно, в -4%/0% г./г. и в -1%/2% г./г.

По-прежнему полагаем, что ожидания начала смягчения монетарных условий, снижение реальных ставок под влиянием ускорения инфляции и сохранение высокого спроса на товарном сегменте позволят индексу Мосбиржи проявить в среднесрочном периоде свои свойства опережающего макроэкономического индикатора.

Базовый прогноз изменения индекса Мосбиржи на конец 2024 г. и середину 2025 г. составляет, соответственно, -8% и -10% г./г. По-прежнему, с учетом прогнозной динамики сырьевого сегмента, в расчете на снижение реальных ставок и эффект от смягчения монетарных условий в РФ во II пг 2025 г. ожидаем роста индекса по итогам 2025 г. на 15%.

Геополитический информационный фон вновь ухудшился под влиянием на фоне информации, поступающей с Ближнего Востока. Однако, отдельные новости свидетельствуют о возможности улучшения среднесрочного инвестиционного климата. Для выхода на «мирную траекторию» в конфликте на Украине президенту Владимиру Зеленскому (срок полномочий истек 20 мая) необходимо отменить действие указа о запрете переговоров с Россией и вернуться к диалогу на основе стамбульских договоренностей и с учетом текущих реалий, считает пресс-секретарь президента России Дмитрий Песков.

Ранее Дональд Трамп призвал к немедленному прекращению огня на Украине и началу переговоров, уточнив, что Зеленский хотел бы «заключить сделку». Избранный президент США сделал это заявление на следующий день после встречи с украинским лидером в Париже.

ПАО АФК «Система» (13,73 руб./ао; 14%; «держать») в III квартале 2024 года получило консолидированную выручку в 313,3 млрд руб., что на 12,9% выше показателя аналогичного периода 2023 г. Скорректированная OIBDA увеличилась на 5,4% - до 84,3 млрд рублей. Корпорация отчиталась об убытке за III квартал в 2,6 млрд руб. полученного вследствие роста процентных расходов.

Мы отмечаем в предыдущих комментариях с оценками справедливой стоимости АФК, что риски для инвестора в бумаги эмитента связаны с ростом **стоимости обслуживания долга** и возможным или вероятным ослаблением финансовой статистики активов компании во II пг 2024 г. – I пг 2025 г. на фоне ужесточения внутренних кредитно-налоговых условий.

В то же время, на фоне запаздывающего, как представляется, ускорения инфляции в РФ, по-прежнему рассчитываем на поддержку бизнесу АФК во втором полугодии со стороны активности внутреннего рынка, кроме того, ожидаем активизации в ближайшие кварталы тенденций, обусловленных восстановлением запасов на сырьевом сегменте и смягчения монетарных условий в ЕС и США.

Тем не менее, с учетом статистики за III кв., оценка чистого финансового результата АФК «Система» и дочерних предприятий по итогам 2024 г. снижена, составляет -1 млрд руб. против 5,1 млрд руб. ранее. По итогам 2025 г. по-прежнему ожидаем OIBDA корпорации АФК «Система» и дочерних предприятий на уровне 300 млрд руб при чистой прибыли на уровне 5,2 млрд руб.

Сохраняем на уровне 0,52 руб./ао наш прогноз дивидендных выплат Системы по итогам 2024 г.

С учетом значительного роста стоимости долга закладываем в оценки сокращение инвестиций АФК в 2025 г. на 80 млрд руб., это порядка 50% от среднего значения 12 – месячного CAPEX группы в 2021 – 2024 гг. В отсутствие такой информации в ближайшие месяцы оценка справедливой стоимости компании будет - при неизменности прочих факторов, влияющих на расчетное значение справедливой стоимости эмитента - вновь снижена.

Расчетное значение справедливой стоимости ПАО АФК «Система» снижено.

Чистая прибыль ПАО «Газпром» (263,84 руб./ао; 120%; «покупать») по МСФО за 9 месяцев 2024 года выросла до 989,9 млрд руб. по сравнению с 352,6 млрд рублей годом ранее за аналогичный период. Об этом говорится в финансовой отчетности компании. Чистая прибыль, скорректированная на неденежные статьи (дивидендная база), на конец отчетного периода составила 842 млрд рублей.

Выручка от продаж в отчетном периоде увеличилась до 7,49 трлн руб. с 6,23 трлн руб. в прошлом году. EBITDA выросла на 23%, до 2,1 трлн руб.

Объем капитальных вложений составил 1,6 трлн рублей, что на 7% ниже, чем годом ранее. Свободный денежный поток вернулся в положительную зону и составил 14 млрд руб.

Заместитель председателя правления «Газпрома» Фамил Садыгов отметил, что объем ликвидности в размере 1,2 трлн руб. полностью покрывает долговые обязательства компании сроком до одного года. «Показатель скорректированный чистый долг/EBITDA остался в рамках комфортного диапазона и составил 2,46. При этом мы ожидаем, что результаты четвертого квартала будут способствовать снижению долговой нагрузки по итогам года», - отметил господин Садыгов.

Данные, в основном, соответствуют нашим оценкам. С учетом корректировки прогнозов валютного курса рубля, финансовых показателей компании за 9 мес., новых данных и прогнозов рыночной и макроэкономической статистики, на фоне роста рыночной волатильности оцениваем размер чистой прибыли и дивидендной базы компании по итогам 2024 г. на уровне 1,451 трлн руб. и 1,217 трлн руб. против 1,425 трлн руб. и 1,195 трлн руб. ранее, что эквивалентно выплатам дивидендов из расчета 25,7 руб. на акцию по итогам 2024 г.

Прогноз EBITDA эмитента по итогам 2025 г. повышен и составляет 3,432 трлн руб. против 3,279 трлн ранее и 3,054 трлн руб. по итогам 2024 г. Минфин РФ не закладывал в бюджет на 2025 год поступления дивидендов на госпакет акций ПАО «Газпром», сообщил глава ведомства Антон Силуанов. При этом, несмотря на исключения, когда государству проще оставить прибыль в компании, чем забрать, а потом возвращать в виде инструментов поддержки, общий подход Минфина сохраняется - госкомпаниям должны направлять 50% своей прибыли на дивиденды, отметил господин Силуанов.

Полагаем, заявление руководителя Министерства финансов охладило рыночный спрос, который начал восстанавливаться на фоне выхода в последние дни ряда публикаций, свидетельствующих об усилении рыночных тенденций, настроений регуляторов, препятствующих дальнейшему ужесточению кредитных условий в РФ.

С другой стороны, отмечаем, что в схожей ситуации – с точки зрения отсутствия, согласно решению Минфина, ожидаемых поступлений дивидендов в бюджет 2025 г. - находится ВТБ. При этом, его глава Андрей Костин по-прежнему не исключает выплат. Согласно прозвучавшим 2 декабря комментариям господина Костина: «Мы получили решение правительства о том, что все наши дивиденды, причитающиеся государству, Минфин будет направлять на развитие судостроительной отрасли, в Объединенной судостроительной корпорации (ОСК). Мы хотели по итогам 2024 года дивиденды заплатить, но из-за антициклической надбавки, может быть, их не будет. Поэтому Минфин их не закладывает».

Правительство с 1 июля 2021 г. установило единый подход к дивидендной политике госкомпаний, предполагающий направление на выплаты не менее 50% скорректированной чистой прибыли. Важно отметить, в заявлении господина Силуанова подтверждается актуальность данного правила для компаний РФ без каких – либо корректировок. Глава Минфина лишь разъясняет позицию ведомства в отношении того, будет ли оно, и в каких случаях, форсировать выплату дивидендов госкомпаний в рамках указанного правила, или нет.

ПАО «Газпром», с точки зрения исторической статистики, стабильно выплачивает дивиденды акционерам при наличии чистой прибыли по итогам года. Важно отметить, средняя дивидендная доходность обыкновенных акций компании в рамках последнего экономического цикла, в 2013 – 2023 гг., составила 8% при среднегодовой инфляции в 7%. В данном случае, единственный год, за который Газпром не заплатил дивиденды, был 2023 – ий, который эмитент закончил с убытком в 583 млрд руб. Невыплата дивидендов компанией по итогам 2024 г. - учитывая позитивные рыночные и наши прогнозы чистой прибыли ПАО «Газпром» – станет, с учетом представленной информации, историческим прецедентом.

Рассматриваем реакцию игроков на заявление главы Минфина в отношении дивидендов ПАО «Газпром» как краткосрочную, спекулятивную.

Среднесрочное расчетное значение справедливой стоимости компании повышено. Оценка учитывает по-прежнему высокий для бумаг в нашем покрытии дисконт – поправку на риски инвестиций, равный 30%.

«Банк ВТБ» (ПАО) (198,36 руб./ao; 188%; «покупать») сохраняет позитивный взгляд на 2025 год, отметил глава ВТБ Андрей Костин в интервью агентству Reuters в преддверии форума ВТБ «Россия зовет!».

При этом, курс доллара, по мнению господина Костина, останется на уровне чуть выше 100 рублей: «Коррекция уже происходит, доллар чуть выше 100 и, я думаю, будет на этом уровне оставаться».

Президент-председатель правления ВТБ также коснулся темы выплаты дивидендов банка за 2024 г., при этом комментарии по данному вопросу – с точки зрения их потенциального влияния на капитализацию банка - в очередной раз носят, как представляется, нейтральный, осторожный характер: «Мы получили решение правительства о том, что все наши дивиденды, причитающиеся государству, Минфин будет направлять на развитие судостроительной отрасли, в Объединенной судостроительной корпорации (ОСК). Мы хотели по итогам 2024 года дивиденды заплатить», - сказал господин Костин, - «но из-за антициклической надбавки, может быть, их не будет. Поэтому Минфин их не закладывает» в план бюджета на 2025 г.

Как известно, 30 августа 2024 г. Банк России впервые установил ненулевую антициклическую надбавку к нормативам достаточности капитала банков. С 1 июля 2025 года она составит 0,25% от взвешенных по риску активов.

ВТБ, согласно комментариям главы банка, подтверждает планы заработать в этом году 550 млрд руб. чистой прибыли, в следующем году прогнозирует ее снижение до уровня «около 400 млрд руб. с плюсом». В сумме это соответствует двухлетнему плану кредитной организации.

Впрочем, для реализации данного прогноза, как представляется, судя, в том числе, по комментариям господина Костина, повысились риски: «Ожидаем снижения прибыли за счет сокращения прироста кредитного портфеля, безусловно. А дальше мы будем разговаривать с Центральным банком. Помимо ставки, есть вопрос антициклических надбавок к капиталу - это может даже больше ударить по кредитованию, чем ставка. Мы просто физически не сможем больше выдавать кредиты. И доходы такими высокими уже не будут, конечно. У нас в 2022 году был убыток на 668 млрд рублей, в 2023 у нас была прибыль 432 миллиарда рублей. Если в 2025 году получится заработать больше 400, это будет хороший результат», - отметил глава ВТБ.

Сохраняем базовый прогноз роста активов банка в 2024 г. на 14% и на 5% по итогам 2025 г.

Сохраняем на уровне 550 млрд руб. прогноз чистой прибыли банка по итогам 2024 г. Текущая оценка чистой прибыли банка по итогам 2025 г. равна по-прежнему 420 млрд руб.

Показатели достаточности капитала банка ВТБ в октябре показали рост на 100 базисных пунктов, ожидаем сохранения данной тенденции в рамках прогнозов банка. В начале октября господин Пьянов отмечал, что ВТБ сохраняет целевое значение этого показателя на конец 2024 г. на уровне 9,4%.

Учитывая обозначенные в конце ноября руководством кредитной организации отраслевые оценки, принимая во внимание существенное ослабление курса рубля в ноябре и повышение инфляционных рисков, мы начали повышение отраслевых коэффициентов – поправок на риск вложений в бумаги банковского сектора.

Для ВТБ данный показатель был ранее увеличен с 20% до относительно высоких для бумаг в нашем покрытии 30%.

По-прежнему не закладываем в оценки возможность выплаты банком дивидендов по итогам 2024 г. Также, с учетом сравнительно слабой дивидендной истории банка, на фоне повышения для банка рисков, связанных с ростом ключевой ставки, увеличения реальных ставок долгового рынка, в рамках консервативного подхода к оценке, ожидая в начале следующего года решений руководства ВТБ в отношении дивполитики, не закладываем пока в расчеты выплаты банком дивидендов и за 2025

Расчетное значение справедливой стоимости эмитента не изменилось.

ПАО «Сбербанк России» (353,13 руб./ап и 397,11 руб./ао, 49% и 46%; «покупать») в 2024 г. планирует выдать ипотечных кредитов на 2,6 трлн рублей, заявил президент - председатель правления банка Герман Греф. Оценка, в целом, соответствует нашим прогнозам. Закладываем в расчеты рост объема жилищного кредитования Сбербанка в 2024 на 15%. По –прежнему полагаем, что, под влиянием «позднего» - с точки зрения наших оценок – начала ускорения инфляции в РФ в 2024 г., принимая во внимание позитивную динамику ряда важных для рынка жилья внешних и внутренних факторов - таких как оценки индексов потребительской активности - ужесточение кредитно – налоговых условий отразится на динамики цен рынка жилья, лишь в конце 2025 – начале 2027 гг.

В рамках близкого к нашим оценкам, «рискового» сценария обнародованных Банком России 30 октября Основных направлений единой кредитно – денежной политики, ЕДКП (предполагает среднюю ключевую ставку в 22% - 25% в 2025 г.) с учетом, в то же время, ожидаемого сохранения позитивной динамики ключевых для экономики РФ товарных рынков в указанной перспективе, с учетом также представляющегося возможным существенного снижения реальной стоимости кредитования за счет ускорения внутренней инфляции, закладываем в отраслевые оценки на 2025 г. сравнительно плавное, до порядка 5% снижение темпов прироста накопленной ипотечной задолженности при сохранении близких к 0% годового показателя изменения цен на недвижимость. В 2026 г. ожидаем снижения цен на недвижимость на 5%-10% при восстановлении темпов ипотечного кредитования до порядка 10%-15%.

В рамках базовых оценок, полагаем, что портфель жилищного кредитования Сбера - его доля, согласно отчету по МСФО за 9 мес., составляет очень существенные порядка 26% от суммарного кредитного портфеля – продемонстрирует аналогичную обозначенной выше динамику.

Вновь обозначили себя риски, связанные с ужесточением условий ведения бизнеса в РФ и, одновременно, был продемонстрирован имеющийся значительный потенциал улучшения информационного фона для финансовых рынков РФ. Реализация такого благоприятного сценария будет традиционно отыграна ростом спроса на девелоперском сегменте.

Единственное условие, которое обеспечит баланс между ростом экономики и снижением инфляции в России, — увеличение предложения, считают в Институте Народного хозяйства и прогнозирования Российской Академии Наук (ИНП РАН). По мнению экономистов, авторов статьи «Природа инфляции в современной российской экономике и ее влияние на экономический рост», жесткая политика ЦБ не купирует раскрутку инфляционной спирали. С учетом сложившегося дефицита на рынке труда, «безальтернативности по наращиванию государственных расходов», а также инвестиционных потребностей экономики равновесный уровень инфляции при необходимом росте на 2–3,5% составляет 6–7%, отмечают авторы указанного материала.

По результатам также опубликованного в последние дни исследования специалистов некоммерческого партнерства «Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования» (ЦМАКП), в результате действий ЦБ экономика России оказалась фактически поставлена перед угрозой стагфляции, для предотвращения перехода динамики ВВП в отрицательную зону «ключевая ставка ЦБ к середине 2025 года должна быть снижена примерно до 15–16%», указывают экономисты. Актуальный прогноз ЦБ предполагает среднегодовую ключевую ставку в этот период на уровне 17–20%.

Согласно опубликованному во вторник интервью главы ВТБ Андрея Костина агентству Reuters, в следующем году, как ожидается, инфляцию удастся снизить до 6,4%. Вместе с этим ЦБ будет необходимо понизить и ключевую ставку, сейчас она на рекордно высоком уровне в 21%. Однако если инфляция не замедлится, то «придется искать какие-то другие методы». «Может быть, нужна более скоординированная и более решительная политика по всем составляющим инфляции. Ставка как инструмент в полной мере не действует из-за многих факторов — из-за объема кредитов, не чувствительных к ставке, из-за инфляционных ожиданий», — пояснил господин Костин.

На этом фоне в преддверии заседания 20 декабря наметилось, как представляется, определенное, хотя и незначительное, смягчение характера комментариев руководства ЦБ в отношении перспектив изменения ключевой ставки. Банк России на заседании совета директоров в декабре учтет всю совокупность факторов, пока говорить о вариантах решений считает преждевременным, сообщил журналистам ведущих СМИ во вторник зампред Банка России Алексей Заботкин.

Между тем, Сбербанк отмечает несущественный рост доли просроченных кредитов в розничном портфеле, драматического изменения качества портфеля не видит, заявил в понедельник первый зампред правления банка Кирилл Царёв. «Мы не видим драматического изменения сегодня в качестве просрочки. В целом определенный рост просрочки мы видим, но несущественный в масштабах нашего портфеля», - сообщил господин Царёв журналистам в кулуарах DomClick digital forum, отметив, что в условиях роста процентных ставок для определенного количества розничных клиентов возможность погашать кредиты осложняется.

Учитывая определенное ухудшение рыночных отраслевых оценок, усиление геополитических рисков, принимая во внимание существенное ослабление курса рубля в ноябре и повышение инфляционных угроз, мы начали повышение отраслевых коэффициентов – поправок на риск вложений в бумаги банковского сектора.

Мы повысили применяемую в расчете справедливой стоимости акций Сбербанка дисконт – поправку на инвестиционные риски, прежде всего, нерыночного характера с 20% до 30%, что несколько выше среднего значения данного показателя для эмитентов в нашем покрытии. Ранее аналогичные корректировки были произведены в рамках переоценки справедливой стоимости бумаг ПАО «Банк «Санкт – Петербург» и «Банк ВТБ» (ПАО).

Расчетное значение справедливой стоимости акций ПАО «Сбербанк России» снижено.

ПАО «Транснефть» (1742,8 руб./ап; 71%; «покупать») планирует с 6 декабря на 13,8% повысить тарифы на услуги компании по транспортировке нефтепродуктов по системе магистральных нефтепроводов (МНП).

Согласно информации на сайте компании, цены изменяются в связи с индексацией тарифов ОАО «РЖД», проведенной в соответствии с приказом ФАС России от 15 ноября 2024 года., корректировка затронет ограниченный ряд направлений поставок и не повлияет значимо на наши оценки.

В 2020 г. власти России утвердили механизм индексации тарифов Транснефти на ближайшие 10 лет на базе принципа «инфляция -0,1%» (за базу берется прогнозируемый Минэкономразвития РФ уровень инфляции). Напомним, что 24 октября 2024 г. стало известно, что ФАС РФ предложила повысить на 5,8% тарифы на услуги Транснефти по транспортировке нефти по МНП с 1 января 2025 г. В 2024 г. рост тарифов компании составил 7,2%, в 2023 г. - 5,994%. Повышение внутренних тарифов может оказаться значительно ниже инфляции.

Ожидаем в то же время, существенного среднесрочного увеличения выручки компании от продажи нефти, это порядка 30% от её суммарного объема. С учетом сохранения прогнозов роста цен на нефть до \$120-\$130 по итогам II пг. 2025 г. и принимая наши базовые оценки курса рубля по итогам 2025 г. в 95-105 руб. за доллар США и 15,3 – 16,3 руб. за юань, закладываем в среднесрочные прогнозы рост выручки Транснефти в 2025 г. на 16,5%.

Прогноз чистой прибыли компании за 2025 г. - с учетом возможного или вероятного одобрения Госдумой поправки о повышении налога на прибыль ПАО «Транснефть», принимая во внимание, впрочем, ожидаемое нами существенное улучшение рыночной конъюнктуры для рынка нефти и роста на этом фоне чистой рентабельности компании составляет 340,0 млрд руб.

Принимая во внимание ожидаемый неблагоприятный эффект на прибыль компании от налоговых новаций правительства начиная с 2025 г., а также рост стоимости заимствований, пересмотренные прогнозы чистого денежного потока и EBITDA по итогам 2024 и 2025 гг. составили 626,7 млрд. руб. и 713,4 млрд. руб. против 652,5 млрд. руб. и 711,6 млрд. руб. ранее и порядка 560 млрд. руб. в среднем в 2022 – 2023 гг.

Прогноз дивидендных выплат компании по итогам 2024 г. незначительно по-прежнему составляет 234,5 руб./ап. Рыночный, по нашим оценкам снизился за последние недели с порядка 210 руб./ап. до порядка 180 руб./ап.

При этом, на фоне ужесточения условий ведения бизнеса для компании, в отсутствие реакции властей на предложение дополнительно поднять тариф на прокачку нефти на 8,7% в 2025 году, мы снизили оценки долгосрочной среднегодовой динамики выручки Транснефти в 2024 – 2031 гг. до 9% против порядка 6% в 2013 – 2023 гг., что представляется консервативной оценкой учитывая ожидаемое ускорение среднесрочной инфляции и прироста нефтяных цен. Расчетное среднегодовое значение чистого денежного потока к выручке при этом составляет, в данном случае, 9% против порядка 10% в 2013 – 2023 гг.

Важно вновь отметить, что, с учетом информации об утверждении подготовленного Кабмином совместно с Транснефтью плана расширения нефтеэкспортной инфраструктуры на период до 2026 г., ожидаем относительно стабильного соотношения CAPEX к выручке Транснефти в прогнозном периоде в диапазоне 15% - 25%.

Среднесрочная оценка справедливой стоимости привилегированной акции Транснефти снижена.

Скорректированная прибыль ПАО «Аэрофлот» (87,38 руб./ао; 90%; «покупать») в III кв. 2024 г. выросла на 23,3% в сравнении с аналогичным периодом прошлого года, до 21,6 млрд руб., сообщила компания. Скорр. EBITDA сократилась на 9,1%, до 67,1 млрд руб. Выручка группы выросла на 37,3%, до 259,3 млрд руб. Чистый долг эмитента сократился с 630,7 млрд руб. до 569,85 млрд руб. (соотношение чистый долг к EBITDA снизилось до традиционно расцениваемого как приемлемый и благоприятный для оценок финансовой стабильности эмитента уровня в 1,6х) при этом вновь отмечаем успешную практику контроля менеджментом стоимости долга. С учетом небольшого для бизнеса компании, в размере порядка 20 млрд руб., роста объема заимствований на рынке облигаций, ожидаемом в 2024–2025 гг., данный показатель в ближайший год вырастет, несмотря на очень значительное повышение ставок долгового рынка, с порядка 8% лишь до порядка 9%.

Согласно прогнозам менеджмента, по итогам 2024 г. пассажиропоток группы составит 55 млн. Однако, с учетом сезонности статистики показателя за 9 мес 2024 г. мы повысили прогноз данного индикатора с 55 млн до 57 млн чел.

Сохраняем наши прогнозы парка воздушных судов компании и пассажиропотока до 2030 г. составляют по - прежнему 503 ед. и 65 млн. чел. Значение в 65 млн соответствует данным стратегии компании.

С учетом данных отчетности эмитента за 9 мес. принимая также во внимание среднесрочную трендовую динамику доходной ставки (рост по итогам января – сентября на 24% г./г.) и дохода к предельному пассажирообороту (рост в указанный период на 27% г./г.) мы повысили прогноз ожидаемой нами чистой прибыли группы по итогам 2024 г. с 52,4 млрд руб. до 69,9 млрд руб.

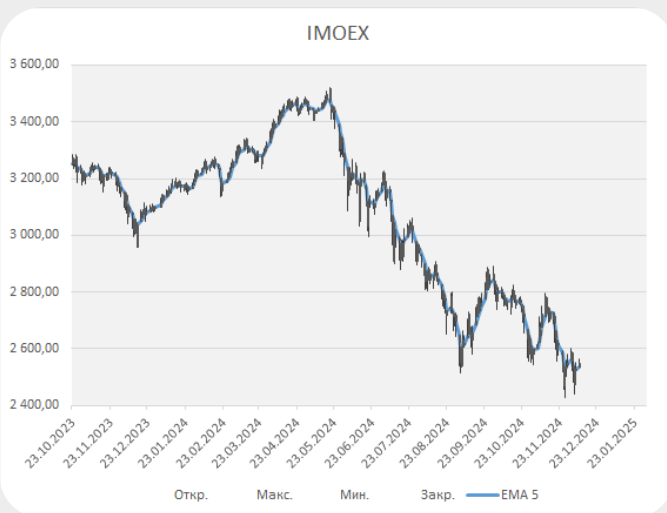
В ближайшие кварталы, несмотря на неблагоприятные внутренние кредитно – налоговые условия по-прежнему ожидаем формирования значительной поддержки российской экономике за счет динамики цен сырьевого сегмента и на фоне снижающего реальные ставки ускорения внутренней инфляции. Прогнозный диапазон динамики ВВП РФ по итогам первого и второго полугодия 2025 г. оцениваем в базовом варианте, соответственно, в -4%/0% г./г. и, по-прежнему, в -1%/2% г./г.

На этом фоне ожидаем замедления прироста пассажиропотока компании к отметкам вблизи 0% г./г. Тем не менее, очень высокий - отраженный, в частности, в 90% -ном показателе занятости кресел - спрос на услуги компании, ожидаемое существенное снижение реальных ставок в середине – второй половине 2025 г., в рамках наших среднесрочных оценок, с учетом продемонстрированного группой успешного менеджмента затрат, переложить значительную часть растущих издержек на потребителей и сохранить относительно сдержанный темп прироста себестоимости. Оцениваем, на данный момент, прогнозную EBITDA и чистую прибыль компании по итогам 2025 г. на уровне 175,8 млрд руб. и 43,9 млрд руб.

С учетом усиления инфляционных рисков на фоне ужесточения налоговых и кредитных условий в РФ, долгосрочный прогноз среднегодового прироста выручки компании в 2024 – 2030 гг. по-прежнему составляет 16%. Прогноз соотношения чистого денежного потока к выручке на 2024 – 2030 гг. составляет 9%, не изменившись по сравнению с предыдущей оценкой.

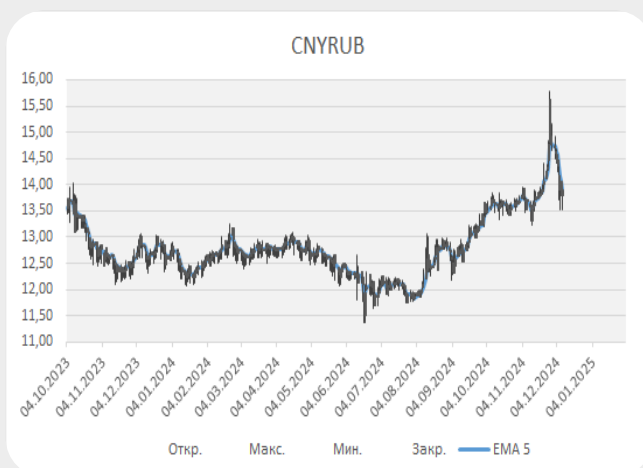
Расчетное среднесрочное значение справедливой стоимости обыкновенных акций ПАО «Аэрофлот» снижено, оценка по-прежнему учитывает 25%-ный дисконт – поправку на риски вложений в бумаги компании.

По итогам предстоящей недели при повышенных рисках прогноза преобладают шансы роста российского и американского рынков акций.



В число потенциальных лидеров рынка по итогам недели включаем акции индекса Мосбиржи химии и нефтехимии и финансов. При повышенных рисках прогноза рассчитываем на сравнительно благоприятную динамику индексов Мосбиржи электроэнергетики, металлов и добычи, потребительского сектора, при высоких – индекса Мосбиржи транспорта.

При высоких рисках прогноза - обусловленных достижением курсами USDRUB и EURRUB отметок вблизи справедливых оценочных среднесрочных значений, ожидаемым увеличением, в данной связи, курсовой волатильности и на фоне усиления влияния на стоимость российской валюты нерыночных факторов - для котировок рубля к евро и доллару США по итогам предстоящей недели преобладают шансы ослабления. При высоких рисках прогноза по-прежнему ожидаем также снижения курса рубля к китайскому юаню.



Прогнозные целевые диапазоны закрытия пятницы:

2385– 2645 пунктов по индексу Мосбиржи,
44540 – 45180 пунктов по индексу DJIA,
99,25– 108,20 руб. за доллар США,
105,35 – 113,00 руб. за евро и 13,70 – 14,80 руб. за юань

Новый раунд публикаций, свидетельствующих о рисках ослабления экономической активности в ЕС и США, новости о внутривалютном кризисе во Франции и Южной Корее поддержал, полагаем, в итоге, цены индикативных американских «трежериз» несмотря на продолжающиеся поступать данные, свидетельствующие о продолжающемся усилении предпосылок среднесрочного ускорения глобальной инфляции. На этом фоне отраженная в ценах рынка фьючерсов вероятность снижения диапазона ставок Федерального резерва по итогам декабрьского заседания Комитета по открытым рынкам на 25 б.п. повысилась до порядка 75% против порядка 60% во второй половине ноября. Рост экономической активности в большинстве округов США с середины октября был незначительным, слабым (slight), говорится в опубликованном в среду Федеральной резервной системой (ФРС) региональном обзоре Beige Book, «Бежевая книга». «Хотя повышение экономической активности в целом было небольшим, ожидания роста умеренно увеличились в большинстве регионов и секторов. Активность найма по-прежнему была вялой, и лишь немногие компании сообщили об увеличении численности персонала. Увольнения также были низкими», - отмечается в обзоре. Темпы повышения зарплат замедлились до сдержанного уровня в большинстве округов. Подъем цен во всех округах также был сдержанным. Компаниям стало сложнее переключаться на потребителей повышение расходов. Стоимость производства для большинства бизнесов растет быстрее, чем цены реализации продукции, что приводит к снижению маржи прибыли, отмечается в обзоре.

Глава Роснефти Игорь Сечин также в кулуарах Веронского евразийского экономического форума высказал уверенность в средне- и долгосрочном росте потребления нефти Китаем, в частности по словам господина Сечина, «в течение ближайшей недели» состоится «стратегическое совещание руководства КНР, которое определит объемы стимулирования экономики. По информации, которая нам доступна, речь идет о выделении более 50 трлн юаней для субъектов рынка, и если это произойдет, то безусловно потребление в Китае будет расти, и это создаст дополнительные возможности для поставки в Китай».

По его мнению, Китай, который уже потребляет 15,6 млн баррелей в сутки, будет принимать меры для стимулирования экономики. "В течение ближайшей недели там состоится стратегическое совещание руководства КНР, которое определит объемы стимулирования экономики. По информации, которая нам доступна, речь идет о выделении более 50 трлн юаней для субъектов рынка, и если это произойдет, то безусловно потребление в Китае будет расти, и это создаст дополнительные возможности для поставки в Китай", - сказал Сечин.

Роста спроса на нефть в Китае оценивается ОПЕК на уровне 0,31 млн б./с. (+1,8%) При этом суммарный рост спроса на нефть в мире и предложения стран вне ОПЕК+ составляют на следующий год, соответственно, 1,5 млн. б/с (+1,4% г./г.) и 1,2 млн б./с. (+1,9%).

Согласно декабрьским решениям министерского мониторингового комитета ОПЕК+ (JMMC), сокращенные объемы производства стран-добровольцев в объеме 2,2 млн баррелей в сутки сохранятся на весь I кв. 2025 г., и, как предполагается, вернуться на рынок постепенно до сентября 2026 г. Ранее предполагалось восстановление добычи указанной группой стран - производителей до сентября 2025 г.

Долговой рынок

События недели и ожидания

Новости



Принимая во внимание усилившиеся нерыночные риски для производителей и риски увеличения сроков компенсации избыточной добычи России, Казахстана и Ирака в рамках решения о продлении на 2026 г. квот по добыче нефти стран ОПЕК+, действующих в 2025 г., учитывая также рост квоты ОАЭ, оценка дефицита на нефтяном рынке в IV кв. 2024 г. – II кв. 2025 г., составляет 2% - 4%, прогноз дефицита на II пг. 2025 г. составляет 3% - 3,5% против 2% - 3% ранее. С учетом усиления в последние недели нерыночных рисков для производителей сохраняем - несмотря на повышение оценочного дефицита предложения - среднесрочный прогноз динамики нефтяных цен. В рамках базового сценария ожидаем роста индикативной стоимости нефти Brent в конце 2024 – I пг. 2025 г. до \$100-\$110 за баррель и до \$120-\$130 во II пг. 2025 г.

Геополитический информационный фон, в итоге, как представляется, также поддержал котировки низкодоходных, высококачественных активов зрелых экономик. Однако, отмечаем, что информация о вынесении вотума недоверия правительству Франции, впервые с 1962 г., учитывая острые разногласия правительства и парламентариев по бюджетным вопросам, отражает, полагаем, усталость бизнеса от политики подавления инфляции ценой экономического роста. Возможная дальнейшая эскалация военного конфликта в Сирии и жесткие заявления избранного президента США Дональда Трампа в отношении ХАМАС могут, как это происходило, к примеру, в 2016 г., когда была сформирована ОПЕК+, усилить защитную реакцию стран - производителей в ответ на растущие риски внешнеполитического давления.

Сохраняем расчетное значение справедливого диапазона ставок индикативных 10-летних казначейских облигаций США на уровнях вблизи верхней границы базового прогноза в 3,6% - 4,6%. Наш базовый прогноз стоимости федеральных фондов по итогам 2024 г. сохраняем на уровне 4,25% - 4,5%. Прогноз стоимости федеральных фондов по итогам 2025 г. составляет 4,00% - 4,25%, рынок фьючерсов оценивает данный показатель в 3,5% - 4%.

Вновь обозначили себя риски, связанные с ужесточением условий ведения бизнеса в РФ и, одновременно, был продемонстрирован имеющийся значительный потенциал улучшения информационного фона для российских финансовых рынков.

Дальнейшее ограничение доступности кредита несет риски охлаждения экономики в масштабах, которые не сопоставимы с целями правительства, заявил глава Минэкономразвития РФ Максим Решетников в ходе инвестиционного форума ВТБ «Россия зовет!». «Бизнес очень серьезно относится к тем действиям, которые Центральный банк предпринимает. И на уровне компаний видим, что идет активный пересмотр инвестиционных программ, причем они активно сокращаются. То есть бизнес считает, что период высоких ставок в целом - это среднесрочная, это не разовая акция, это не пик, который был в 2022 г., поэтому серьезно сокращает инвестиции», - подчеркнул господин Решетников.

Глава Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП) Александр Шохин также в кулуарах инвестиционного форума «Россия зовет!» отметил, что российский бизнес уже переживал периоды высокой, в том числе двух- и трехзначной, инфляции, и готов к текущим вызовам. По мнению господина Шохина, стремление Центробанка остановить рост цен понятно, но подходы регулятора вызывают опасения. «Важно найти баланс между подавлением инфляции и сохранением ресурсов в экономике», — подчеркнул он.

На фоне усиления информации о росте рыночных опасений, связанных с динамикой ключевой ставки, президент России Владимир Путин на прошлой неделе поручил правительству совместно с Банком России принять решения по чтобы не допускать чрезмерной долговой нагрузки и «дисбаланса на рынке корпоративного кредитования» и «перекосов ключевых макроэкономических параметров» при сохранении целей сдерживания инфляции. При этом, Владимир Путин вновь подчеркнул уже неоднократно высказывавшееся им мнение, о том, что ключевой «магистральный» ответ на инфляционные риски заключается в повышении объема предложения в экономике РФ. Председатель Банка России Эльвира Набиуллина в ходе XV инвестиционного форума ВТБ «Россия зовет!» выразила уверенность, что потенциал экономики будет расти в 2025 году.

При этом, комментарии главы российского ЦБ в отношении перспектив изменения кредитной политики, как представляется, носили более осторожный, чем это наблюдалось в последние месяцы характер.

«Мы дали сигнал, что Центральный банк допускает возможность повышения ставки, но хочу обратить внимание на то, что это не предопределено. Да, у нас появился новый проинфляционный фактор, валютный курс, рост цен остается высоким, но мы уже видим по оперативным данным, что происходит замедление кредита, в том числе в части корпоративных кредитов. Это последние оперативные данные, они будут уточнены. Мы видим, как уточняются планы банков по кредитованию. И конечно, будем принимать этот фактор во внимание, получим больше новых данных перед заседанием совета директоров. И за замедлением корпоративного кредитования и кредитования в целом будет происходить и замедление денежной массы, это в конечном счете с лагом окажет влияние на инфляцию, и эти лаги мы тоже будем учитывать», - заявила госпожа Набиуллина.

Оценка справедливого уровня доходности индикативных ОФЗ серий 26222, 26226, 26224, 26225 и 26240 на конец 2024 г. по-прежнему составляет 21% - 23%. Оценка справедливого уровня доходности индикативных ОФЗ серий 26222, 26226, 26224, 26225 и 26240 на середину 2025 г. также не изменилась, составляет 22%-24%.

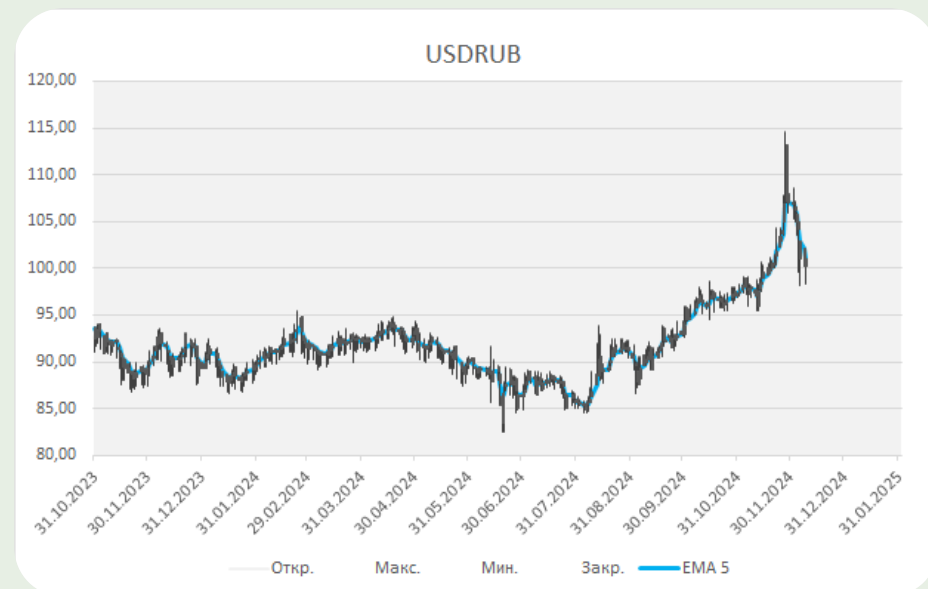
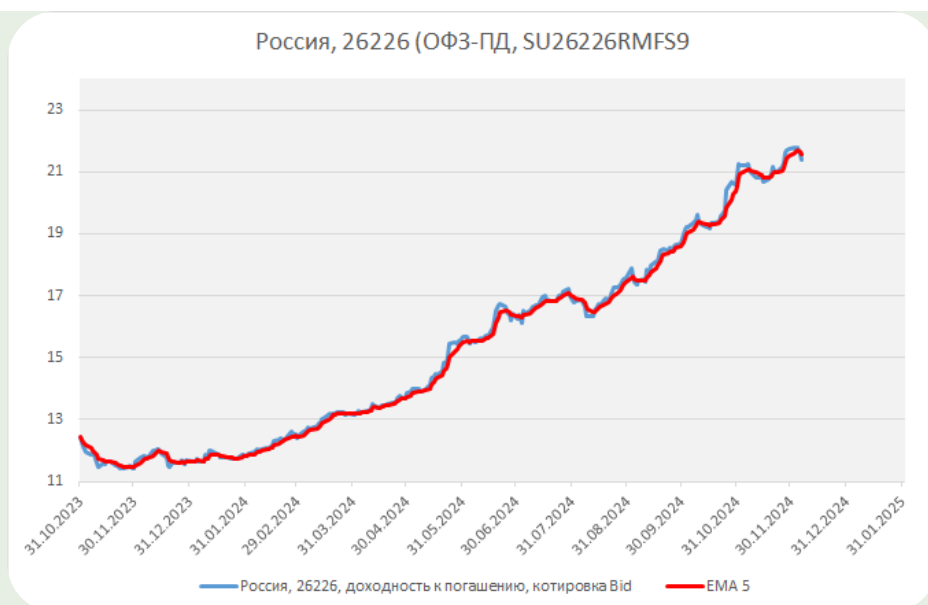
Полагаем, динамика рынка ОФЗ уже отражает в ценах с существенным запасом возможное, по нашему мнению, значительное ускорение инфляции в ближайшие месяцы.

Долговой рынок

События недели и ожидания

Прогнозы

В краткосрочном периоде для ставок широкого сегмента ОФЗ преобладают шансы роста.



Целевой усредненный уровень доходности индикативных облигаций федерального займа серии 26226 на конец предстоящей недели равен порядка 22,10%-21,3% годовых. Ожидаем итогового повышения доходности индикативных ОФЗ серий 26229, 26226, 26224, 26225 и 26240 в ноябре и декабре 2024 г. На основе макроэкономической статистики, и с учетом рыночной ценовой динамики, усредненная индикативная оценка диапазона справедливых ставок указанных ликвидных выпусков ОФЗ на ближайший месяц составляет 17,9% - 20,7% годовых.



Инвестиционные идеи

ПАО «Группа Астра»



инвестиционная
компания

О компании

«Аэрофлот» — крупнейшая в России авиационная группа, которой принадлежат авиакомпания «Аэрофлот», региональные авиалинии «Россия» и лоукостер «Победа». По итогам 2023 года группа заняла лидирующее положение на российском рынке с долей порядка 45%. Согласно прогнозам менеджмента, по итогам 2024 г. пассажиропоток группы составит 55 млн. Однако, с учетом сезонности статистики показателя за 9 мес 2024 г. мы повысили прогноз данного индикатора с 55 млн до 57 млн чел. Согласно новой стратегии, анонсированной в начале 2023 г. компания планирует перевезти 65 млн пассажиров в 2030 году и занять 50% рынка. Стоит, однако, напомнить, что стратегия компании по итогам 2018 г. предполагала достижение пассажиропотока в 100 млн человек уже в 2025 г.

Сохраняем наши прогнозы парка воздушных судов компании и пассажиропотока до 2030 г. составляют по - прежнему 503 ед. и 65 млн. чел. Значение в 65 млн соответствует данным стратегии компании.

Преимущества

Рейтинговое агентство Эксперт РА 8 апреля 2024 г. повысило кредитный рейтинг Аэрофлота до ruAA, со стабильным прогнозом. Эксперт РА высоко оценил системную значимость компании и меры финансовой поддержки, которые были оказаны компании и авиационной отрасли за минувший год под влиянием которых, в частности, группа «Аэрофлот» разрешила юридические противоречия по 76 воздушным судам и увеличила количество воздушных судов, снятых с регистрации в иностранных реестрах. Эксперт РА также отметил приемлемую долговую нагрузку и уровень ликвидности, высокий уровень рентабельности по EBITDA и корпоративного управления. Согласно презентации к отчету компании за 2023 г., чистый долг к EBITDA Аэрофлота снизился с 4,5х в 2022 г. до 2х. Мы снизили дисконт поправку на риски инвестиций в бумаги компании с 30% до 25%, против порядка 22% в среднем для бумаг в нашем покрытии.

Компания активно восстанавливает операционно – финансовые показатели, скорректированная чистая прибыль ПАО «Аэрофлот» за 9 мес. 2024 г. составила 48,6 млрд руб. против убытка в 2,6 млрд руб. за АППГ.

Риски

В ближайшие кварталы, несмотря на неблагоприятные внутренние кредитно – налоговые условия по-прежнему ожидаем формирования значительной поддержки российской экономике за счет динамики цен сырьевого сегмента и на фоне снижающего реальные ставки ускорения внутренней инфляции. Прогнозный диапазон динамики ВВП РФ по итогам первого и второго полугодия 2025 г. оцениваем в базовом варианте, соответственно, в -4%/0% г./г. и, по-прежнему, в -1%/2% г./г. На этом фоне ожидаем замедления прироста пассажиропотока компании к отметкам вблизи 0% г./г. Тем не менее, очень высокий - отраженный, в частности, в 90% -ном показателе занятости кресел - спрос на услуги компании, ожидаемое существенное снижение реальных ставок в середине – второй половине 2025 г., позволят, полагаем, сохранить относительно сдержанный темп прироста себестоимости. Оцениваем, на данный момент, прогнозную EBITDA и чистую прибыль компании по итогам 2025 г. на уровне 175,8 млрд руб. и 43,9 млрд руб.

Важнейшие события недели 9 – 15 декабря

9 декабря

- Китай обнародует динамику потребительских цен и цен производителей в ноябре.
- Премьер Госсовета КНР Ли Цян проведет в Пекине диалог в формате «1+10» с главами международных экономических организаций.

10 декабря

- Банк России опубликует комментарий «Денежно-кредитные условия и трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики», а также бюллетень «О чем говорят тренды».

11 декабря

- Организация стран-экспортеров нефти (ОПЕК) опубликует ежемесячный отчет по нефтяному рынку.

12 декабря

- Состоится заседание Европейского центрального банка.

Важнейшие корпоративные события недели 9 – 15 декабря

9 декабря

- Дата закрытия реестра владельцев GDR в российских депозитариях для распределения акций ПАО «Группа «Русагро»

10 декабря

- Сбербанк России опубликует финансовые результаты по РСБУ по итогам ноября.

12 декабря

- Последний день перед закрытием реестра акционеров ПАО «Полюс» для получения дивидендов по результатам 9 мес. 2024 г.

13 декабря

- Последний день перед закрытием реестра акционеров для получения дивидендов за 9 мес. ПАО «Новороссийский комбинат хлебопродуктов».

Контакты

Акционерное общество Инвестиционная компания «АКБФ» (Москва)

8 (800) 200-53-02 (бесплатно по России) +7 495 644-29-95 Clients@akbf.ru

Аналитический отдел

Александр Осин

аналитик по акциям

8 (800) 200-53-02 доб. 202

aosin@akbf.ru

Управление клиентского сервиса

Станислав Шулянский

начальник отдела

8 (800) 200-53-02 доб. 167

sshulyanskiy@akbf.ru

Отдел брокерских операций

Ерванд Саркисян

трейдер

8 (800) 200-53-02 доб. 154

esarkisyan@akbf.ru

Ограничение применения, ограничение ответственности и предупреждение о рисках

Данный аналитический обзор подготовлен Акционерным обществом Инвестиционная компания «АКБФ» (прежнее наименование - Акционерное общество Инвестиционная компания «Ак Барс Финанс») (далее – АКБФ).

АКБФ зарегистрировано и имеет место нахождения в Российской Федерации. АКБФ осуществляет деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг на основании лицензий №№ 177-11176-100000, 177-11181-010000, 177-11185-001000 и 177-12174-000100, а также имеет статус инвестиционного советника (рег. № 103). Деятельность АКБФ регулируется Центральным банком Российской Федерации.

Данный документ является аналитическим обзором (по смыслу статьи 36 Commission Delegated Regulation (EC) 2017/565, дополняющей директиву о рынках финансовых инструментов 2014/65/EC ("MiFID II") – инвестиционным исследованием).

Информация, содержащаяся в данном документе (далее также - Обзор), предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, индивидуальным инвестиционным советом, индивидуальной инвестиционной консультацией или индивидуальной инвестиционной рекомендацией в понимании Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также по смыслу MiFID II. Информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение о продаже, покупке или подписке на какие-либо ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в Обзоре, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. В Великобритании этот документ не является финансовым продвижением по смыслу у статьи 21 закона «О финансовых услугах и рынках», 2000 г. (с поправками). Этот документ не предназначен для розничных клиентов в определении MiFID II и не может быть сообщен таким лицам.

Настоящий документ не предназначен для распространения или использования любым физическими или юридическими лицами в любой юрисдикции, особенно резидентам США (включая зависимые и иные территории, принадлежащие США, любой штат США и округ Колумбия), Австралии, Канады или Японии, где такое распространение или использование противоречило бы законодательству государства инкорпорации или резидентства такого лица или где АКБФ или любая другая финансовая организация должна получить разрешение, лицензию или где существуют другие регистрационные требования или ограничения в соответствии с применимым законодательством. Этот документ не предназначен для распространения или использования европейскими инвестиционными фирмами, предоставляющими клиентам услуги по управлению портфелем или другие инвестиционные или вспомогательные услуги, за исключением случаев, когда он получен за плату. АКБФ не несет никакой ответственности за использование документа лицами, которым он не адресован.

Информация, содержащаяся в Обзоре, является исключительной собственностью АКБФ. Несанкционированное копирование, тиражирование или распространение Обзора, полностью или частично, без письменного согласия АКБФ, строго запрещено. Хотя информация, содержащаяся в Обзоре, была получена из и базируется на источниках, которые АКБФ считает надежными, АКБФ и ее сотрудники не дают в отношении неё никаких заверений или гарантий, явных или подразумеваемых.

АКБФ и ее сотрудники не несут никакой ответственности за точность или полноту любой информации, содержащейся в Обзоре, а также за то, были ли опущены какие-либо существенные факты. Вся информация, указанная здесь, может быть изменена без предварительного уведомления. АКБФ не дает никаких гарантий или заверений, что любые ценные бумаги, упомянутые в Обзоре, подходят для всех получателей; любые получатели, рассматривающие инвестиционные решения, должны обратиться за соответствующей независимой консультацией. АКБФ не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в Обзоре. Ничто в этом документе не является налоговой, юридической или бухгалтерской консультацией.

АКБФ имеет и соблюдает соответствующие политики и процедуры по предотвращению и управлению конфликтами интересов, направленные на обеспечение объективности информации, содержащейся в настоящем документе. АКБФ и её аффилированные лица, директора и работники (за исключением финансовых аналитиков или других работников, участвующих в производстве исследований) время от времени могут выступать в качестве маркет-мейкеров или консультантов, брокеров или коммерческих и (или) инвестиционных банкиров в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов и компаний, упомянутых в данном документе, или могут быть представлены в совете директоров таких компаний. В случае возникновения таких обстоятельств АКБФ проводит соответствующие процедуры в целях предотвращения конфликтов интересов, чтобы гарантировать независимость и объективность инвестиционных исследований. Краткое содержание указанных политик и процедур в отношении конфликта интересов, касающихся инвестиционных исследований, предоставляется по запросу.

Обзор публикуется еженедельно.

Подтверждение аналитиков Аналитики, чьи имена указаны в настоящем документе, подтверждают, что:

1) все взгляды, изложенные в Обзорах, в точности отражают их личную точку зрения по вопросам, имеющим отношение к ценным бумагам и эмитентам, являющимся предметом Обзоров;

2) получают вознаграждение, зависящее от различных факторов, в том числе совокупной выручки АКБФ; никакая часть вознаграждения аналитиков АКБФ не зависит и не может зависеть, напрямую или косвенно, от рекомендаций и мнений, представленных в Обзорах.

Определение рейтингов АКБФ использует трехступенчатую систему рекомендаций по акциям эмитентов, в отношении которых осуществляется аналитическое освещение деятельности: «Покупать», «Держать» или «Продавать», а также рейтинговые пояснения: «Ограничено», «Пересмотр» и «Приостановлено».

ПОКУПАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев превышает рыночную цену на 15% и более (на момент публикации).

ДЕРЖАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев превышает рыночную цену не более чем на 15% и не ниже рыночной цены более чем на 15% (на момент публикации).

ПРОДАВАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев ниже рыночной цены более чем на 15% (на момент публикации).

ОГРАНИЧЕНО: при определенных обстоятельствах АКБФ не может сообщить рекомендации по акциям эмитента в связи с положениями корпоративной политики и (или) нормативными ограничениями.

ПЕРЕСМОТР: АКБФ не может сообщить рекомендации по акциям эмитента в связи с проводимым в текущий момент пересмотром оценки их справедливой стоимости.

ПРИОСТАНОВЛЕНО: если в обозримом будущем планируется или ожидается публикация важных сведений об эмитенте, анализ может приостановить рекомендацию по соответствующему эмитенту. Это означает, что аналитик пересматривает, но в настоящее время не изменяет ныне действующую рекомендацию в ожидании появления важной информации по компании.

При вынесении рекомендаций (например, краткосрочных торговых рекомендаций) АКБФ может использовать временные рамки, отличные от указанных выше. Рекомендации, вынесенные с использованием альтернативных временных рамок, могут отличаться от рейтингов, присвоенных в соответствии с описанной выше системой.