

ПОНИЖЕНИЕ ПРОГНОЗА ЦЕНЫ НА НЕФТЬ НА 2016 ГОД*

Мы пересмотрели наш прогноз средней цены нефти марки Brent на 2016 г. в сторону понижения – с 50 долл./барр. до 38,3 долл./барр. (см. таблицу 1). На позапрошлой неделе цена Brent пробила уровень в 30 долл./барр. (см. диаграмму 1). На данный момент стоимость Brent с поправкой на инфляцию примерно на 13% ниже уровня 2000 г. Сохраняющийся избыток предложения на мировом рынке нефти, высокий уровень запасов и обеспокоенность в отношении перспектив роста китайской экономики свидетельствуют о том, что нефтяные котировки в первой половине 2016 г. останутся низкими.

С 4К14 цена на нефть демонстрировала серьезное отклонение относительно золота – соотношение опустилось существенно ниже шестилетнего минимума (см. диаграмму 2). Тем не менее, несмотря на то, что уровень цен на нефть в 30 долл./барр., вероятнее всего, в 1П16 сохранится, фундаментально он, на наш взгляд, нежизнеспособен. Мы ожидаем, что нефтяные котировки начнут восстанавливаться в 2П16, главным образом за счет перебалансировки предложения на рынке.

Таблица 1. Обновленный прогноз цены нефти Brent (среднее за период), долл./барр.

	1К16П	2К16П	3К16П	4К16П	2016П СРЕДНЕЕ
Газпромбанк	33,0	30,0	40,0	50,0	38,3
Консенсус рынка (Bloomberg):					
Минимум	34,0	37,5	41,0	43,0	38,9
Медиана	47,0	50,0	55,0	60,0	53,0
Максимум	65,0	65,0	76,0	76,0	70,5
EIA	36,4	40,0	41,7	42,3	40,2

Источник: Bloomberg, EIA Short-Term Energy Outlook от января 2016, оценка Газпромбанка

Диаграмма 1. Цена на нефть Brent, долл./барр.



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 2. Цена на нефть Brent относительно золота



Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

* русскоязычная версия еженедельного обзора нефтегазового сектора от 22.01.2016 «Oil And Gas Weekly. Brent price forecast for 2016 revised down»

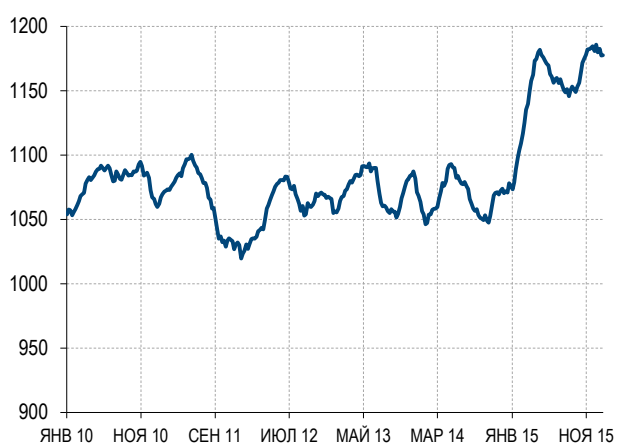
Ключевые события для мониторинга в 1К-3К16:

- ▶ Ежемесячные отчеты по нефтяному рынку, публикуемые EIA, МЭА и ОПЕК, как правило, с 10^{-го} по 20^{-е} число каждого месяца – пересмотр прогнозов спроса/предложения;
- ▶ 27 января – решение ФРС по ключевой ставке;
- ▶ 16 марта – решение ФРС по ключевой ставке;
- ▶ 15 апреля – публикация данных по ВВП Китая за 1К16;
- ▶ 27 апреля – решение ФРС по ключевой ставке;
- ▶ май – публикация финансовых результатов нефтяных компаний США за 1К16;
- ▶ 2 июня – заседание ОПЕК;
- ▶ 15 июня – решение ФРС по ключевой ставке;
- ▶ 15 июля – публикация данных по ВВП Китая за 2К16;
- ▶ 27 июля – решение ФРС по ключевой ставке;
- ▶ конец июля/август – публикация финансовых результатов нефтяных компаний США за 2К16.

Темпы сокращения добычи сланцевой нефти в США пока недостаточно значительны

В конце 2015 г. уровень запасов нефти в США по-прежнему существенно превышал среднее за пять лет значение на фоне сохраняющегося избытка предложения (см. диаграмму 3). Темпы сокращения добычи сланцевой нефти в США пока были недостаточно значительными, чтобы оказать влияние на баланс мирового рынка. Хотя добыча сланцевой нефти в США сокращалась с 2К15, местные производители продемонстрировали более высокую, чем ожидалось, устойчивость к низким ценам на нефть (см. диаграмму 4).

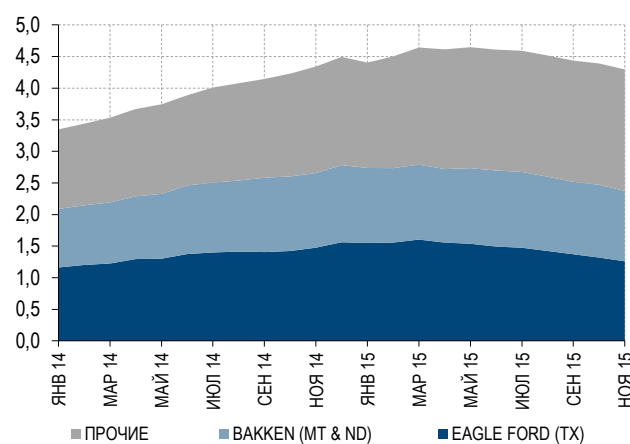
Диаграмма 3. Динамика запасов нефти в США*, млн барр.



* Включая стратегические запасы нефти (SPR)

Источник: EIA

Диаграмма 4. Добыча трудноизвлекаемой нефти в США, млн барр./сут.



Источник: EIA

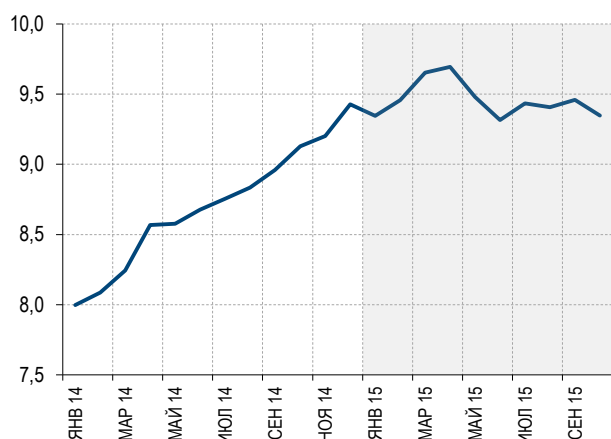
Ожидаем снижения добычи нефти в США в 2016 г.

На наш взгляд, тенденция к сокращению инвестиций в добычу сланцевой нефти в США, вероятно, усилится и, вкупе с осторожным восприятием рисков на рынках капитала, приведет к более заметному снижению добычи нефти в стране в нынешнем году. Однако отраслевые эксперты расходятся в оценках размера сокращения.

Так, Энергетическое агентство США (EIA) ожидает, что начавшееся в мае 2015 г. (см. диаграмму 5) сокращение добычи нефти продолжится в 2016 г. и составит порядка 700 тыс. барр./сут. за текущий год (см. диаграмму 6). Международное энергетическое агентство (IEA) также прогнозирует существенное снижение добычи – около 540 тыс. барр./сут. Уход с рынка 540-700 тыс. барр./сут. нефти в 2016 г. высвободило бы место для дополнительных поставок нефти из Ирана и способствовало бы восстановлению баланса рынка.

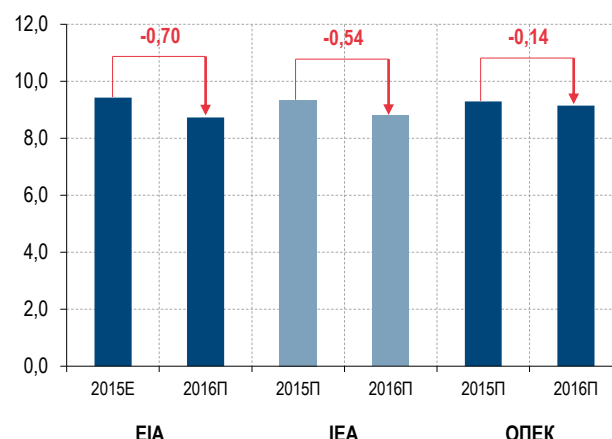
Между тем ОПЕК ожидает более умеренного сокращения добычи нефти в США в 2016 г. — порядка 140 тыс. барр./сут. (см. диаграмму 6). По прогнозам картеля, добыча трудноизвлекаемой нефти в США снизится на 170 тыс. барр./сут. в 2016 г. по сравнению с ростом на 440 тыс. барр./сут. в 2015 г.

Диаграмма 5. Добыча нефти в США, млн барр./сут.



Источник: EIA

Диаграмма 6. Прогноз добычи нефти в США в 2016 г., млн барр./сут.



Источник: EIA Short-Term Energy Outlook от января 2016, IEA Oil Market Report от декабря 2015, OPEC Monthly Oil market Report от декабря 2015, расчеты Газпромбанка

Исторически низкая долговая нагрузка и хеджирование создали запас прочности для производителей сланцевой нефти США

В нашем отчете [Обзор цен на нефть и прогнозы рынка](#) от 27 июля 2015 г. мы писали, что, согласно рыночному консенсусу, точка безубыточности для крупнейших сланцевых месторождений США находится в диапазоне цен на нефть в 50-75 долл./барр. При текущем уровне нефтяных цен в 30 долл./барр. вопрос лишь в том, когда финансовые показатели производителей США станут достаточно критичными, чтобы отразиться на их операционной деятельности.

Тогда как свободные денежные потоки производителей сланцевой нефти в США, по оценкам рынка, будут находиться в отрицательной зоне в 2015 и 2016 гг. (см. таблицу 2), их исторически низкий уровень долговой нагрузки и хеджирование создали определенный запас прочности. По состоянию на конец 2014 г., соотношение «чистый долг/операционный денежный поток» большинства таких компаний был ниже 1,0х.



В 2015 г. падение цен на нефть примерно на 50% привело к росту долговой нагрузки производителей сланцевой нефти в США (см. таблицу 2), несмотря на их усилия по сокращению затрат. В то же время увеличение долговой нагрузки было не столь значительным, чтобы создать им финансовые трудности и/или существенно повысить стоимость заимствований (средневзвешенный показатель «чистый долг/операционный денежный поток» этих компаний составил 1,3х на конец 3К15 против 0,6х на конец 2014 г.).

Таблица 2. Производители сланцевой нефти в США — финансовые и операционные показатели

КОМПАНИЯ	РЫН.КАП., МЛН ДОЛЛ.	ЕВ, МЛН ДОЛЛ.	СТРУКТУРА ДОБЫЧИ, %			ЧИСТЫЙ ДОЛГ/ 12М ОПЕРАЦ. ДЕН. ПОТОК		СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК, МЛН ДОЛЛ.			
			НЕФТЬ	ГАЗОКОН- ДЕНСАТ	ПРИРОДНЫЙ ГАЗ	2014	9М15	2014	9М15	2015П (КОНС.)	2016П (КОНС.)
Occidental Petroleum	46 939	52 724	65%	24%	11%	0,3	1,1	2 138	-1 806	-1 911	486
EOG Resources	33 523	39 210	50%	37%	13%	0,4	1,1	1 129	-939	-1 264	-217
Pioneer Natural Resources	18 027	20 128	51%	30%	19%	0,7	1,5	-877	-784	-806	-716
Anadarko Petroleum	15 676	32 502	37%	47%	16%	0,9	н/д	-1 042	-6 995	-5 439	-1 205
Apache Corp	13 034	22 319	53%	35%	12%	1,2	1,5	-1 260	-1 122	475	-298
Hess Corp	10 451	15 022	64%	26%	10%	0,8	1,5	-810	-2 028	-1 427	-740
Devon Energy	9 650	24 137	40%	40%	20%	1,6	1,9	-1 007	73	-55	-720
Средневзвешенное значение						0,6	1,3				

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчеты Газпромбанка

При цене на нефть в 30 долл./барр. неизбежно ухудшение кредитного качества производителей сланцевой нефти в США

Если предположить, что производители сланцевой нефти в США не найдут новых источников сокращения затрат, мы должны будем увидеть более значительное увеличение их долговой нагрузки в первом полугодии этого года при нашем новом прогнозе цен на нефть (средняя цена Brent в 31,5 долл./барр. в 1П16).

Кроме того, снижение доли хеджирования предполагает меньшую защиту финансовых показателей компаний против обвала нефтяных котировок. Так, по своей выборке из 25 компаний США, занимающихся разведкой и добычей, McKinsey & Company оценивает, что на 2016 г. было захеджировано примерно 15% добычи нефти по сравнению с 30% в 2015 г. и 54% в 2014 г. По данным IHS Energy, производители Северной Америки захеджировали лишь 11% от объема добычи нефти в 2016 г.

В то время как мы не ожидаем массовой волны случаев несостоятельности среди производителей сланцевой нефти в США в 1П16, снижение их кредитного качества, вызванное ухудшением ликвидности и долговых метрик, неизбежно.

Пример Occidental Petroleum и Devon Energy

Рассмотрим это на примере двух производителей сланцевой нефти США — Occidental Petroleum и Devon Energy (последняя имеет более высокий уровень долговой нагрузки). Обе компании с 4К14 показывают отрицательный СДП (см. диаграммы 7 и 8).

За 9М15 коэффициент «чистый долг/EBITDA» Occidental Petroleum вырос с 0,2х до 0,7х (см. диаграмму 9). В соответствии с нашим обновленным прогнозом цен на нефть в 2016 г. и исходя из предположения о том, что производители сланцевой нефти в США исчерпали потенциал для дальнейшего снижения затрат, мы оцениваем, что коэффициент «чистый долг/EBITDA» Occidental Petroleum может достигнуть 3,0х к 3К16.

В случае с Devon Energy, чей коэффициент «чистый долг/EBITDA» за 9M15 вырос с 1,0х до 1,7х, пороговое значение в 3,0х могло быть уже пройдено в 4K15. К 3K16 коэффициент «чистый долг/EBITDA» компании может превысить 5,0х, что должно вызвать нарушение традиционных финансовых ковенантов (5,0-6,0х в США).

Таблица 3. Финансовые показатели Occidental Petroleum, млн долл.

	4K14	1K15	2K15	3K15
Выручка	6 314	3 096	3 514	3 246
Затраты	-10 445	-3 366	-3 068	-6 357
вкл. обесценение активов	-6 908	-324	0	-3 397
Операционная прибыль	-4 131	-270	446	-3 111
EBITDA*	3 981	1 083	1 562	1 409
Рентабельность по EBITDA	63%	35%	44%	43%
Операц. денеж. поток	2 866	561	805	1 020
Капзатраты (органич.)	2 971	1 675	1 390	1 127
Чистый долг	3 049	4 686	5 574	5 785

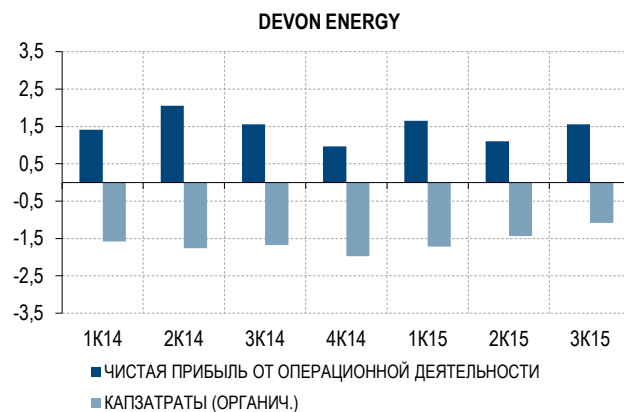
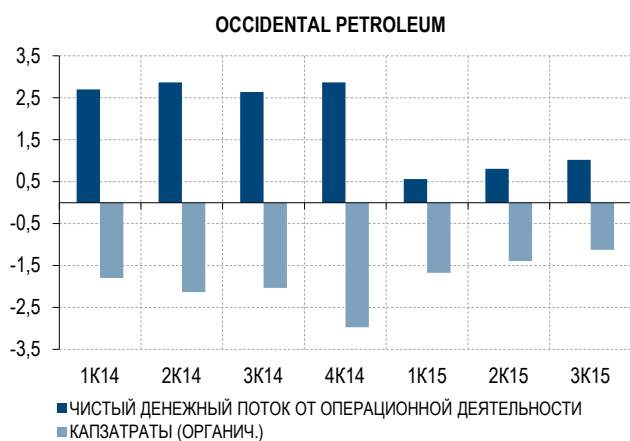
Таблица 4. Финансовые показатели Devon Energy, млн долл.

	4K14	1K15	2K15	3K15
Выручка	5 995	3 265	3 393	3 601
Затраты	-5 535	-8 760	-7 756	-9 045
вкл. обесценение активов	-1 953	-5 460	-4 168	-5 851
Операционная прибыль	460	-5 495	-4 363	-5 444
EBITDA*	3 323	895	619	1 151
Рентабельность по EBITDA	55%	27%	18%	32%
Операц. денеж. поток	963	1 648	1 101	1 553
Капзатраты (органич.)	1 975	1 717	1 32	1 080
Чистый долг	9 782	9 891	10 320	10 113

* 12M EBITDA рассчитывается как операционная прибыль, скорректированная на амортизацию и обесценение активов

Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

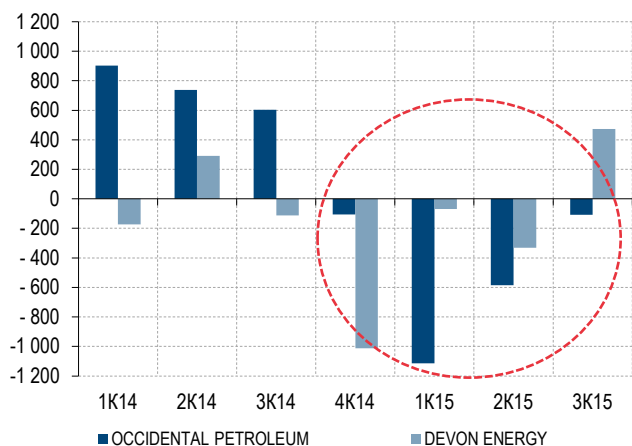
Диаграмма 7. Occidental Petroleum и Devon Energy: операционные денежный поток и капзатраты, млрд долл.



Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

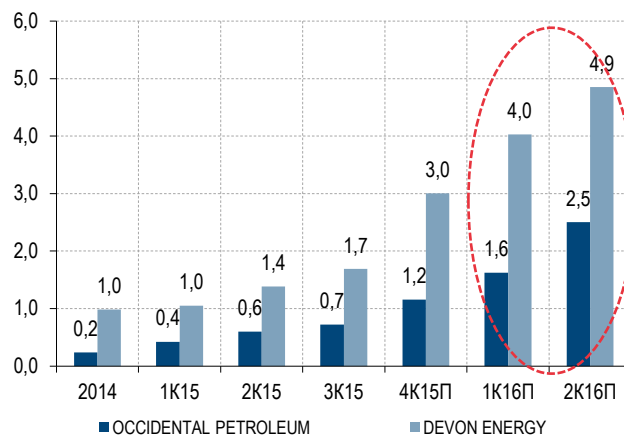


Диаграмма 8. Occidental Petroleum и Devon Energy: СДП, млн долл.



Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Диаграмма 9. Occidental Petroleum и Devon Energy: чистый долг/EBITDA*



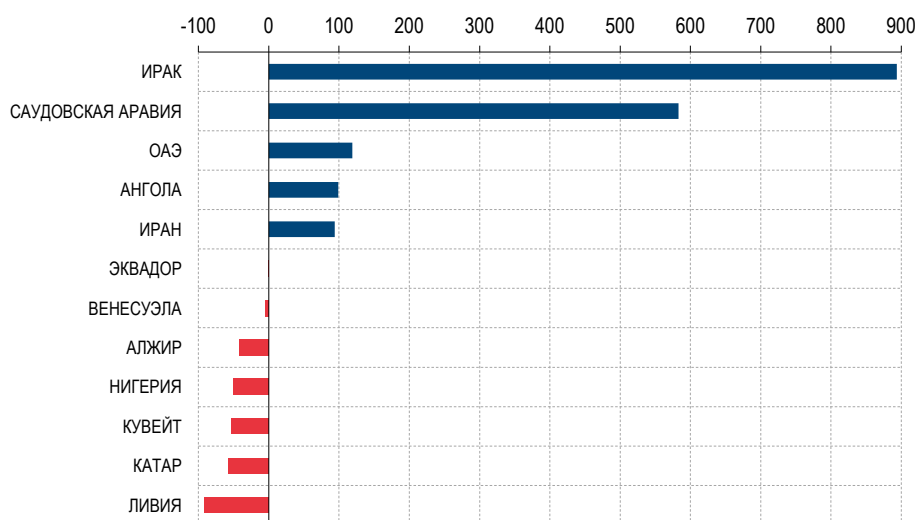
* 12M EBITDA рассчитывается как операционная прибыль, скорректированная на амортизацию и обесценение активов

Источник: данные компаний, расчеты Газпромбанка

ОПЕК: Ирак и Саудовская Аравия выступили драйверами роста добычи нефти картеля в прошлом году

На фоне низких цен на нефть ОПЕК увеличила объем добычи нефти на 1,5 млн барр./сут. в 3К15 по сравнению с уровнем 2014 г. до 31,6 млн барр./сут. (см. диаграмму 10 и таблицу 5). Основной вклад в рост добычи внесли Ирак и Саудовская Аравия, увеличив ее производство почти на 900 тыс. барр./сут. и 600 тыс. барр./сут. соответственно. За ними следовали ОАЭ, Ангола и Иран: каждая из стран обеспечила прирост добычи нефти на порядка 100 тыс. барр./сут.

Диаграмма 10. Страны ОПЕК: изменение объемов добычи нефти, 3К15 против 2014 г., тыс. барр./сут.



Источник: OPEC Monthly Oil market Report от декабря 2015 г., расчеты Газпромбанка



Таблица 5. Добыча нефти странами ОПЕК, согласно данным вторичных источников, тыс. барр./сут.

	2013	2014	1К15	2К15	3К15
Саудовская Аравия	9 586	9 683	9 809	10 253	10 266
Ирак	3 037	3 265	3 454	3 868	4 159
ОАЭ	2 741	2 761	2 817	2 838	2 880
Иран	2 673	2 766	2 779	2 828	2 860
Кувейт	2 822	2 774	2 748	2 726	2 721
Венесуэла	2 389	2 373	2 367	2 376	2 368
Нигерия	1 912	1 911	1 886	1 814	1 860
Ангола	1 738	1 660	1 746	1 716	1 759
Алжир	1 159	1 151	1 112	1 107	1 109
Катар	732	716	679	667	659
Эквадор	516	542	551	546	541
Ливия	928	473	382	450	381
Итого страны ОПЕК	30 231	30 075	30 330	31 190	31 562

Источник: ОПЕК

Разногласия между членами ОПЕК по ограничению добычи могут усилиться в 2016 г.

Отсутствие консенсуса между членами ОПЕК на заседании в Вене в декабре 2015 г., не сумевшими достичь согласия по ограничению добычи нефти и отказавшимися от целевого уровня производства, стало дополнительным фактором давления на нефтяные котировки. Следующее заседание ОПЕК запланировано на июнь. Однако мы не исключаем вероятности проведения экстренной встречи картеля до этого времени с целью выработки стратегии в условиях продолжающегося падения цен на нефть.

Согласно прогнозам EIA, добыча нефти странами ОПЕК в 2016 г. вырастет еще на 510 тыс. барр./сут., что в первую очередь будет связано с появлением дополнительных объемов нефти из Ирана. На позапрошлой неделе Иран вновь подтвердил свое намерение увеличить объем добычи и экспорта нефти на 500 тыс. барр./сут. сразу же после снятия санкций (произошедшего в позапрошлые выходные) и довести совокупный рост добычи к концу 2016 г. до 1 млн барр./сут.

В то время как Иран рассматривает возможность бартерных поставок нефти в обмен на товары, а также приобретение долей в международных нефтеперерабатывающих заводах с целью обеспечить себе покупателей в условиях обострившейся конкуренции среди поставщиков, процесс осуществления этих инициатив потребует времени, на наш взгляд.

Ожидание рынком дополнительных объемов нефти из Ирана, вероятнее всего, продолжит оказывать давление на цены на нефть в 1П16, что будет подогревать дебаты между членами ОПЕК относительно ввода ограничений на добычу нефти. При этом страны ОПЕК, находящиеся в сложном финансовом положении, будут, как мы считаем, более активно продвигать свою позицию.

Страны ОПЕК, находящиеся в сложном финансовом положении, не могут оказать существенного влияния на решения картеля

Страны ОПЕК, находящиеся в сложном финансовом положении, с наиболее слабыми кредитными метриками и наиболее высоким уровнем точки безубыточности по цене на нефть для фискального бюджета (110 долл./барр. и выше), – Ливия, Венесуэла, Нигерия, Ангола и Эквадор – в совокупности добывают лишь порядка 20% всего производства нефти картеля (см. таблицу 6), а значит вряд ли могут существенным образом повлиять на решения ОПЕК.

Таблица 6. Страны ОПЕК – кредитные и финансовые метрики и точка безубыточности по цене на нефть

	ТЕКУЩИЙ СУВЕРЕННЫЙ РЕЙТИНГ			ДОЛЯ В ОБЩЕЙ ДОБЫЧЕ ОПЕК, ЗК15, %	ДОЛЯ НЕФТЯНОГО ЭКСПОРТА В ОБЩЕМ ЭКСПОРТЕ, 2010–2014 СРЕД., %	ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА, 2015, % ОТ ВВП	УРОВЕНЬ БЕЗУБЫТОЧНОЙ ЦЕНЫ НА НЕФТЬ ДЛЯ БЮДЖЕТА, 2016, ДОЛЛ./БАРР.	РЕЗЕРВЫ* МЛРД ДОЛЛ.
	S&P	Moody's	Fitch					
ОАЭ	n/a	Aa2	n/a	9%	33%	-6%	73	78
Кувейт	AA	Aa2	AA	9%	94%	1%	49	36
Катар	AA	Aa2	AA	2%	51%	5%	56	39
Саудовская Аравия	A+	Aa3	AA	33%	83%	-22%	106	636
Нигерия	B+	Ba3	BB-	6%	93%	-3%	123	38
Ангола	B+	Ba2	B+	6%	96%	-4%	110	24
Эквадор	B	Caа1	B	2%	54%	-5%	120	3
Иран	н/д	н/д	н/д	9%	72%	-3%	87	н/д
Ирак	B-	н/д	B-	13%	99%	-23%	81	66
Алжир	н/д	н/д	н/д	4%	66%	-14%	96	н/д
Венесуэла	CCC	Caа3	CCC	8%	96%	-24%	118	16
Ливия	н/д	н/д	н/д	1%	98%	-79%	269	76

* Золотовалютные резервы

Источник: рейтинговые агентства, ОПЕК, Bloomberg, CNBC, МВФ, Всемирный банк, ЦБ Катар, ЦБ Венесуэлы, расчеты Газпромбанка

Ирак и Иран будут стремиться отвоевать свои позиции на мировом рынке нефти; Саудовская Аравия и ОАЭ могут выдержать низкие цены на нефть еще один год

Мы полагаем, что исход дебатов между странами ОПЕК в 2016 г. будет в первую очередь определяться позицией тех стран, которые обеспечивали рост добычи картеля в прошлом году и обладают значительными свободными добывающими мощностями. Это – Саудовская Аравия, ОАЭ, Ирак и Иран.

Мы ожидаем, что Иран, вне зависимости от своих фискальных метрик, увеличит добычу нефти в 2016 г., так как главным приоритетом для страны является отвоевание позиций на мировом рынке нефти после снятия санкций. В отношении Ирака – аналогично, мы ждем, что страна по меньшей мере сохранит добычу нефти на текущем уровне, руководствуясь теми же мотивами.

Учитывая комментарии министра нефтяной промышленности ОАЭ о том, что ОПЕК должен рассматриваться как стабильный поставщик нефти с низкими затратами (а не как компенсирующий производитель), на следующем заседании картеля ОАЭ, скорее всего, проголосуют против введения ограничений на добычу. Фискальный бюджет ОАЭ на 2016 г. балансируется при цене на нефть около 70 долл./барр. (см. таблицу 6). Вместе с тем страна находится в хорошем положении, чтобы выдержать низкие цены на нефть еще один год. При нашем новом прогнозе нефтяных цен на 2016 г. государственный долг ОАЭ может достичь примерно 25% от ВВП в текущем году (см. таблицу 7), а этот уровень не является критичным.

Саудовская Аравия заняла твердую позицию по защите своей доли на рынке нефти и показала приверженность намерению выдерживать низкие цены на нефть. Уровень цены на нефть, балансирующий бюджет Саудовской Аравии на 2016 г., выше, чем у ОАЭ, – 106 долл./барр. (см. таблицу 6). При нашем новом прогнозе цена на нефть на 2016 г. дефицит бюджета и государственный долг Саудовской Аравии могут составить соответственно порядка 30% и 25% от ВВП в текущем году (см. таблицу 7). Опять же данный уровень не столь критичен, и Саудовская Аравия может склониться к тому, чтобы сохранить добычу на текущем уровне или продолжить ее наращивать в этом году для вытеснения с рынка своих конкурентов в США и других регионах.

Однако за горизонтом 2016 г. Саудовская Аравия может изменить свою позицию, поскольку ее государственный долг будет расти (если только страна не решится тратить свои значительные на данный момент резервы). Затяжной период низких цен на нефть может также помешать планам страны по приватизации национальной нефтяной компании Saudi Aramco.

Таблица 7. Саудовская Аравия, ОАЭ и Ирак – иллюстрация динамики фискальных метрик при новом прогнозе цен на нефть, млрд долл.

	САУДОВСКАЯ АРАВИЯ		ОАЭ		ИРАК	
	2015П	2016П*	2015П	2016П*	2015П	2016П*
Баланс бюджета	-126	-171	-10	-32	-20	-20
% от ВВП	-20%	-31%	-3%	-10%	-11%	-15%
Госдолг	44	130	64	80	65	74
% от ВВП	7%	23%	18%	26%	37%	55%
Резервы*	636	550	78	63	66	56

Примечание: допускается, что 50% дефицита бюджета покрывается за счет резервов и 50% – новой задолженностью

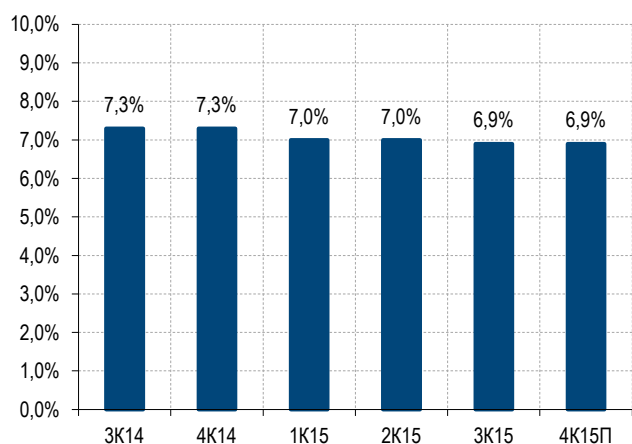
* Золотовалютные резервы

Источник: Bloomberg, МВФ, расчеты Газпромбанка

Фундаментальные факторы спроса по-прежнему сильные

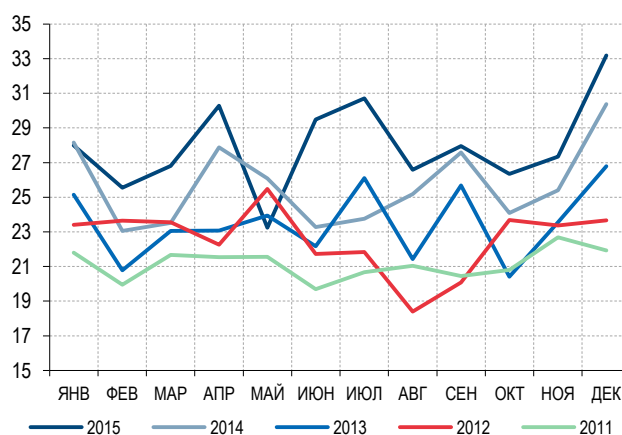
Относительно потребления мы ожидаем, что низкие цены на нефть в 2016 г. будут стимулировать дополнительный спрос на нефть, особенно со стороны стран Азии. В начале 2016 г. финансовые рынки Китая оставались под давлением на фоне опасений относительно ухудшения экономических показателей страны, что негативно отражалось на нефтяных котировках. Однако фундаментальные факторы спроса на нефть в Китае остаются сильными. В 2015 г. импорт нефти в Китай вырос на 27 млн т по сравнению с ростом на 26 млн т в 2014 г. (см. диаграмму 12).

Диаграмма 11. Рост ВВП Китая, % г/г



Источник: Bloomberg

Диаграмма 12. Импорт нефти в Китай, млн т

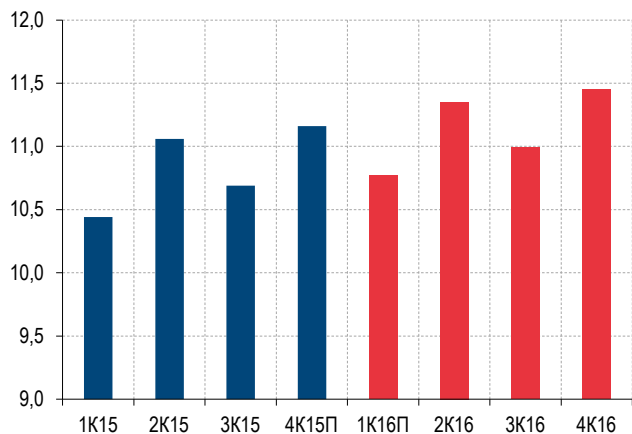


Источник: Bloomberg



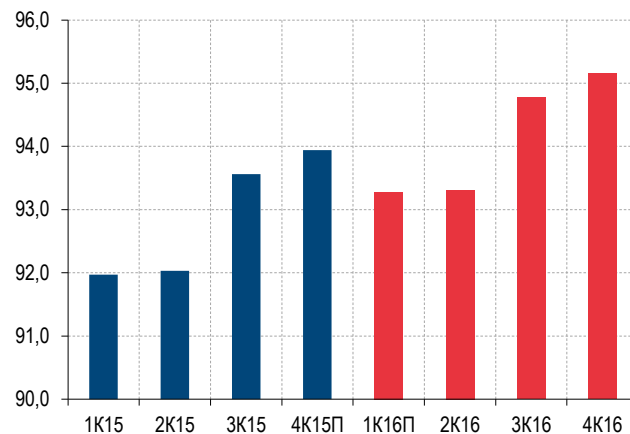
По прогнозам ОПЕК, потребление нефти в Китае увеличится на ~300 тыс. барр./сутки в годовом сопоставлении в 2016 г. против +380 тыс. барр./сутки в 2015 г. (см. диаграмму 13). При этом рост мирового потребления нефти ожидается в 2016 г. на уровне 1,25 млн барр./сутки г/г (см. диаграмму 14), в основном за счет стран Азии (порядка 50% роста) и США (около 25%). Для сравнения: в 2015 г. рост мирового потребления нефти оценивается в 1,53 млн барр./сутки.

Диаграмма 13. Потребление нефти в Китае, тыс. барр./день



Источник: ОПЕК

Диаграмма 14. Потребление нефти в мире, тыс. барр./день



Источник: ОПЕК

**ГАЗПРОМБАНК**

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1. Офис: ул. Коровий вал, 7

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 23 75****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 983 18 80****ТОРГОВЛЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ****+7 (495) 988 24 10****ТОРГОВЛЯ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ****+7 (499) 271 91 04****Copyright © 2003 – 2016. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены**

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Акционерного общества) (далее — ГПБ (АО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако ГПБ (АО) не осуществляет проверку представленных в этих источниках данных и не несет ответственности за их точность и полноту. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно финансовых инструментов, эмитентов, описываемых событий и анализируемых ситуаций. Мнение ГПБ (АО) может отличаться от мнения аналитиков. Отчет соответствует дате его публикации и может изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (АО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Аналитические материалы по эмитентам, финансовым рынкам и финансовым инструментам, содержащиеся в отчете, не претендуют на полноту. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, представляется исключительно в информационных целях и не является советом, рекомендацией, предложением купить или продать ценные бумаги или иные финансовые инструменты, офертой или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка. Отчет не может служить основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Ни аналитики, ни ГПБ (АО) не несут ответственность за действия, совершенные на основе изложенной в этом отчете информации. ГПБ (АО) и/или его сотрудники могут иметь открытые позиции, осуществлять операции с ценными бумагами или финансовыми инструментами, выступать маркет-мейкером, агентом организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента ценных бумаг или финансовых инструментов, упомянутых в настоящем отчете.