

Специальный комментарий к размещению CLN ЗАО «ЛенСпецСМУ»

Факторы привлекательности выпуска CLN АСС:

- **Эмитент из циклической отрасли.** На фоне выхода экономики из кризиса именно компании циклических отраслей будут в наилучшем положении. Более того, за период кризиса именно строительство и девелопмент испытывали максимальные трудности, и бумаги компаний отрасли стали наиболее перепроданными. АСС благополучно прошла кризис и в настоящий момент готова к продолжению развития бизнеса и укрепления своих позиций на рынке.
- **Лучший представитель отрасли.** АСС является крупнейшей компанией-застройщиком в Северо-западном регионе, занимая долю рынка более 10%. По долговой нагрузке и эффективности бизнеса компания превосходит большинство публичных компаний отрасли не только в СПб, но и в целом по РФ. Так соотношение долг/ЕВITDA составляет всего 1.0х, что является низким показателем среди российских компаний, в том числе и из других отраслей. Маржа ЕВITDA держится выше уровня 30%.
- **Наивысший кредитный рейтинг в отрасли.** Способность компании сократить долговую нагрузку в кризис, поддерживать высокую маржу и в целом проактивное управление финансами, а также позиции компании в отрасли позволили рейтинговому агентству S&P подтвердить кредитный рейтинг АСС на уровне «В/стабильный» несмотря на кризис. Этот уровень рейтинга является максимальным среди компаний-девелоперов в РФ.
- **На рынке еврооблигаций нет аналогичных бумаг.** После дефолта компании Миракс-Групп на рынке еврооблигаций не осталось ликвидных бумаг эмитентов строительной отрасли. Предыдущий выпуск CLN АСС почти полностью выкуплен с рынка и будет погашен в текущем году. Поэтому инвесторам будет интересен риск качественного эмитента из данной отрасли.
- **АСС имеет долгую публичную историю на долговом рынке.** Компания к настоящему моменту эмитировала 4 выпуска рублевых облигаций общим объемом 6.5 млрд. руб. и выпуск CLN (100 млн. руб.). Все обязательства обслуживались полностью и в срок.
- **Высокая транспарентность компании.** АСС подробно и своевременно раскрывает о себе информацию на своем специальном сайте для инвесторов, поддерживая высокий уровень прозрачности и как следствие предсказуемости своих действий.
- **Перспективы включения бумаги в ломбардный список.** Текущий уровень кредитного рейтинга от S&P позволяет бумагам компании попасть в ломбардный список ЦБ РФ, а инвесторам получать гарантированное дешевое финансирование в ЦБР.
- **Привлекательная доходность относительно компаний с близким или аналогичным уровнем кредитного рейтинга.** Планируемая доходность

Параметр выпуска:

Заемщик	ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»
Поручители	ЗАО «ПУН», ЗАО «АКТИВ», ЗАО «СПб МФТЦ»
Рейтинг Заемщика	Standard and Poor's В / Стабильный / В
Эмитент, технический агент	North Star Luxemburg
Организатор	Ю Эф Эс Финанс
Андеррайтер	Ю Эф Эс Финанс
Общий объем выпуска	150 млн. долл. США
Номинал ноты	100 тыс. долл. США
Срок обращения	5 лет (1800 дней)
Купонный период	90 дней
Амортизация	В дату выплаты 9 -10 купонов – по 11%; 11-12 купона - 10%; 13-14 купонов – 9%; 15-16 купонов – 8%; 17-18 купонов – 7%; 19-20 купонов – 5%.
Способ размещения	Открытая подписка (букбидинг)
Цена размещения	100 % от номинала
Рейтинг выпуска	Om Standard & Poor's (предполагается 'B')
Клиринг	Euroclear/Clearstream

выпуска CLN в размере 10.9% годовых на 5 лет (дюрация 2.9 года) предполагает премию к обращающимся выпускам еврооблигаций российских эмитентов с сопоставимым уровнем кредитного рейтинга в размере 100-200 б.п., что указывает на высокий потенциал роста бумаги и capital gain для инвестора. И в целом предполагаемая доходность CLN АСС будет максимальной среди российских эмитентов еврооблигаций с аналогичным рейтингом.

Рынок жилой недвижимости Санкт-Петербурга

Среди городов РФ Санкт-Петербург является вторым крупнейшим рынком жилья после Москвы с долей 5%. Объемы ввода жилья достигли максимального значения в 2008 году на уровне 3.2 млн. кв.м. Последние 5 лет среднегодовые темпы роста ввода жилья составляли 13%. Мировой экономический кризис внес коррективы в такую динамику. Уже в 2009 году ввод жилья снизился на 19%. В 2010 году петербургские власти прогнозируют дальнейшее снижение еще на 23.2% до 2.0 млн. кв.м.

Кризис привел к снижению покупательской способности населения и как следствие снижению спросу на жилье. По данным консалтингового центра «Петербургской недвижимости», спрос на жилье в 2009 году по сравнению с 2008 упал на 40% (продано 1.5 млн. кв. м). С октября 2008 года началось снижение цен на жилую недвижимость на первичном рынке Санкт-Петербурга. За 2009 год цена средняя цена квадратного метра, по данным агентства bn.ru, снизилась на 14.9%, составив к концу года 73 040 руб.

Следствием кризиса также стало сокращение количества ведущих строительство компаний. Окончательно покинули рынок компании Строймонтаж и ИВИ-93. Еще несколько крупных операторов рынка оказались в трудной ситуации, которая не подразумевает активной деятельности в ближайшей перспективе. Совокупная доля таких компаний на основе занимаемых ими объемов рынка оценивается в размере 10-12%. Это дает возможность оставшимся игрокам рынка укрепить свои позиции, нарастив долю рынка.

По данным агентства «Петербургская недвижимость» на первичном рынке жилья более 80% предложения сосредоточено на низкой и средней стадиях готовности. Как результат, вырисовываются перспективы возникновения дефицита жилья уже в 2010 году.

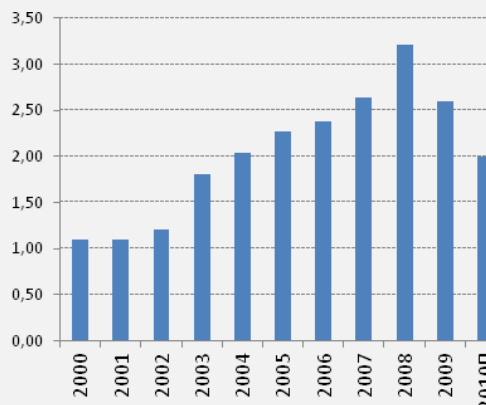
Еще одним фактором роста дефицита будет высокая степень износа жилого фонда Санкт-Петербурга. Для того чтобы избежать естественной убыли жилья на одного жителя необходимо ежегодно возводить не менее 5.6 млн. кв.м. Напомним, что максимальный объем ввода был достигнут в 2008 году на уровне 3.2 млн.кв.м.

При этом по обеспеченности жильем Санкт-Петербург (как и РФ в целом) находится позади не только развитых, но ряда развивающихся стран. На одного жителя Санкт-Петербурга приходится 22 кв.м. Для сравнения в западно-европейских странах этот показатель составляет порядка 40-50 кв.м.

Росту спроса на недвижимость будут способствовать следующие факторы:

- Восстановление экономики, рост доходов и формирование позитивных ожиданий у населения.

Динамика ввода жилья в СПб, млн. кв. м



Статистика по строительному рынку СПб



Обеспеченность жильем, кв. м. на человека



Со второй половины 2009 года ключевые макроэкономические индикаторы начали указывать на восстановление экономики РФ. В настоящий момент можно с уверенностью утверждать, что дно кризиса пройдено. По данным Всемирного Банка экономика РФ в 2010 году вырастет на 3.6%, в 2011 – на 3.4%. Следствием улучшения экономической ситуации в стране, в частности, стал рост реальных денежных доходов населения. Восстановление экономики станет фундаментом для роста доходов населения, для повышения уверенности в завтрашнем дне и как следствие для увеличения спроса на недвижимость.

- Возвращение на рынок инвесторов, то есть тех, кто покупает квартиры для их дальнейшей перепродажи. До кризиса на рынке Санкт-Петербурга по разным оценкам более 20% спроса обеспечивали именно этот класс покупателей, в кризис же его обеспечивают покупатели, желающие улучшить свои жилищные условия. После существенного снижения, цены на жилье стали привлекательны для спекулятивных операций.
- Также поддержку ценам будет оказывать отложенный спрос. Пока что покупатели в большинстве своем занимали выжидательную позицию на фоне снижающихся цен. С конца 2009 года прекратилось падение и наметились признаки плавного роста цен. В связи с этим отложенный спрос будет активней выходить на рынок.

В результате, мы считаем, что падение цен на жилье осталось в прошлом и в дальнейшем мы станем свидетелями их плавного роста.

Операционные показатели и позиции компании в отрасли

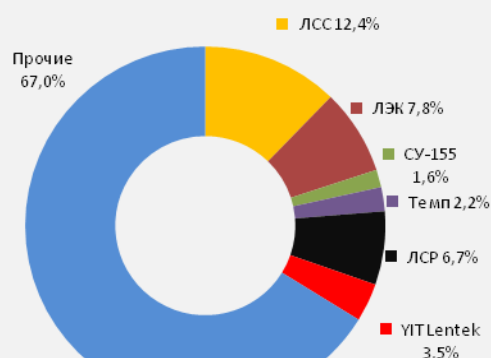
С момента образования в 1987 году компания планомерно выстраивала вертикальную интеграцию своего бизнеса. Именно такая структура дает преимущества на развивающемся рынке, снижая операционные риски и позволяя сохранять всю добавочную стоимость от покупки земли до эксплуатации объекта внутри Холдинга.

В настоящий момент Группа ЛСС представляет из себя вертикально-интегрированный Холдинг, головной компанией которого является ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ». Основным видом деятельности ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» является исполнение функций заказчика-застройщика, инвестора, а также управление строительством по всем проектам реализуемым Холдингом. Наличие такой структуры обеспечивает прозрачность взаимоотношений внутри Холдинга и снижение рисков в глазах инвесторов.

Данная бизнес-модель доказала свою эффективность временем. За свою длительную историю компания успешно прошла через ряд кризисов (1993, 1998 и 2008-2009гг) и в настоящий момент является лидером отрасли в Северо-западном регионе.

Компания ведет свою деятельность главным образом в Санкт-Петербурге. По мере накопления опыта компании удалось занять собственную нишу на рынке – комплексное

Ведущие компании застройщики в СПб (2009г.)



развитие территорий от приобретения земли до эксплуатации построенных объектов. Холдинг специализируется преимущественно на квартальной застройке кирпично-монолитных домов в среднем-верхнем и средне-среднем ценовых сегментах рынка.

Помимо массового жилья компания работает в секторе элитного домостроения. В рамках продуктовой диверсификации АСС начало развивать коммерческое и промышленное строительство. Но именно специализация на жилищном строительстве позволила компании успешно преодолеть кризис, который в максимальной степени ударил по коммерческой недвижимости.

В рамках расширения географической диверсификации АСС запустила пилотные проекты в Московской и Калининградской областях.

Кризис привел к тому, что ряд компаний покинули рынок или существенно ограничили свою активность. Это дало шанс оставшимся игрокам усилить свои позиции в отрасли, которым уже воспользовалась АСС. По количеству заключенным договоров на первичном рынке доля АСС выросла в два раза до 29.8%. За 2009 год компания заключила 2735 договоров. В связи с тем, что компания работает в среднем и выше среднего ценовых сегментах доля ипотечных сделок до кризиса составляла всего 10%, тем самым, кризис ипотечного рынка практически не отразился на продажах Холдинга.

Холдинг АСС также является лидером Санкт-Петербурга по объемам ввода жилья с долей рынка 12.4%. В 2009 году компания ввела в эксплуатацию 323 тыс.кв.м. В 2010 году планируется дальнейшее снижение этого показателя, что объясняется адекватной реакцией компании на снижение спроса на жилье.

В ответ на положительные общеэкономические тенденции и на фоне слабости конкурентов во второй половине года основные операционные показатели Холдинга АСС начали расти. Так количество заключенных сделок во втором квартале 2009 года составило 1632 против 1103 в первом. Количество проданных метров в эти же периоды выросло почти в два раза. В тоже время наметилась положительная ценовая динамика цен на жилье. С сентября 2009 года (минимального значения) цена, по которой АСС продает квартиры, выросла на 20%. При этом компании удастся сохранять долю первоначального взноса на докризисном уровне 40-50% от объема сделки.

Эти факты говорят о том, что компании удалось преодолеть кризис, и в 2010 год она вошла с хорошими перспективами укрепления своих позиций на рынке на фоне начала восстановления роста в отрасли.

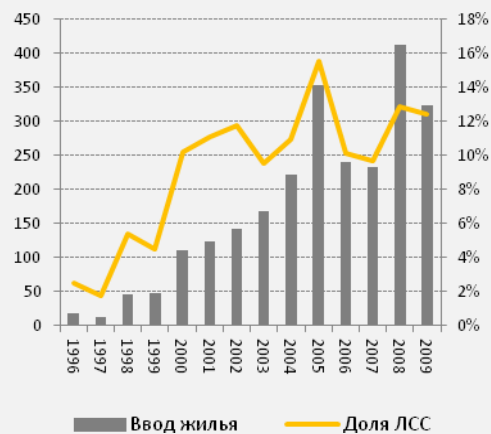
К этому моменту компания уже обладает диверсифицированным портфелем проектов до конца 2016 года. Портфель состоит из 67 объектов общей площадью 1.8 млн.кв.м. Помимо этого Холдинг готов использовать падение цен на земельные участки для покупки наиболее перспективных «пятен» под застройку. В частности под это привлекаются средства от выпуска CLN.

Риски операционной деятельности:

- Низкая продуктовая и географическая диверсификация

Компания преимущественно работает в Санкт-

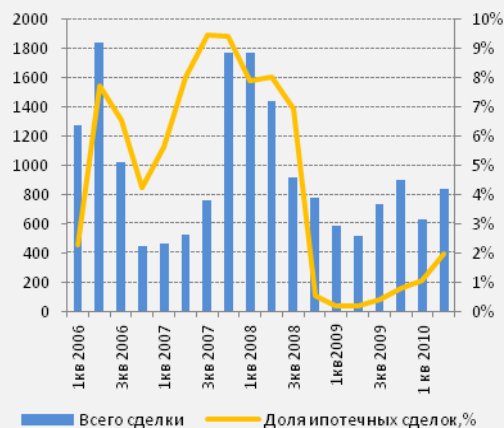
Динамика ввода жилья АСС, тыс. кв. м.



Динамика цены жилья у АСС



Динамика заключенных договоров АСС



Петербурге. Проекты в других регионах пока носят пилотный характер. Жилая недвижимость в объеме проданных площадей составляет более 80% (с учетом автостоянок), которая в основном сосредоточена в среднем и выше среднем ценовых сегментах рынка.

- Предпочтение недвижимости эконом-класса

В кризис спрос смещается от дорогого жилья в более доступному. Холдинг ЛСС не представлен в секторе эконом-класса, поэтому в случае затягивания кризиса есть риск оттока потенциальных покупателей в другой ценовой сегмент.

- Новая волна кризиса

Несмотря на появившиеся признаки восстановления экономики пока сохраняется высокая степень неопределенности относительно перспектив выхода экономики из кризиса.

В рыночной стратегии ЛСС на ближайшие годы стоит отметить следующие моменты:

- Подготовка документации по перспективному портфелю проектов в целях обеспечения максимального роста бизнеса к моменту выхода отрасли из кризиса
- Рассмотрение возможности пополнения земельного банка компании за счет приобретения первоклассных земельных участков в собственность.
- Формирование альянсов по организации совместной реализации крупных перспективных проектов на рынке недвижимости.
- Продолжение строительства и реализация текущих объектов недвижимости исходя из критерия их привлекательности в текущих условиях рынка.

Анализ финансового положения

С 2003 года Холдинг начал готовить консолидированную аудированную финансовую отчетность в соответствии с международными стандартами, а с 2007 года на полугодовой основе. Материнской компанией холдинга (центром консолидации) является ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ».

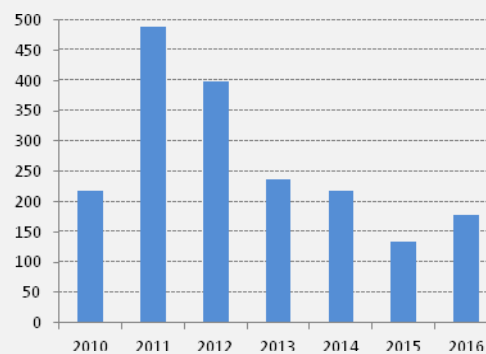
С момента выхода на публичные рынки капитала компания заняла ответственную позицию по отношению к инвесторам. В частности Холдинг повысил свою корпоративную транспарентность, создав отдельный финансовый сайт, где оперативно и полно отражает финансовые и операционные показатели, а также все существенные события, касающиеся Холдинга.

Кроме этого, ЛСС сформулировала для себя консервативные принципы финансовой политики более жесткие, чем те, что предписывали кредитные договоры. Такая позиция позволила компании легко в отличие от других компаний отрасли пройти период кризиса.

В настоящий момент доступна консолидированная отчетность Холдинга за 2009 год и за первое полугодие 2010 года.

Основной особенностью учета является метод признания выручки после ввода объекта в эксплуатацию и передачи квартиры в собственность покупателю. В связи с чем,

План-график ввода объектов, тыс. кв. м.



Основные финансовые показатели ЛСС

млн. руб.	2008	2009	6М'10	2010П
Выручка	13 024	18 170	8 558	15 180
Долг	5 220	6 079	5 365	6 079
ЕБИТДА Чистая прибыль	3 863	6 160	3 668	4 356
	1 307	3 576	2 539	2 790
Маржа ЕБИТДА	29,7%	33,9%	42,9%	29,00%
Долг/ЕБИТДА	1.7x	1.0x	0.9x	2.0x

Основные финансовые показатели ЛСС

млн. руб.	2008	2009	6М'10	2010П
Выручка	13 024	18 170	8 558	15 180
Долг	5 220	6 079	5 365	6 079
ЕБИТДА Чистая прибыль	3 863	6 160	3 668	4 356
	1 307	3 576	2 539	2 790
Маржа ЕБИТДА	29,7%	33,9%	42,9%	29,00%
Долг/ЕБИТДА	1.7x	1.0x	0.9x	2.0x

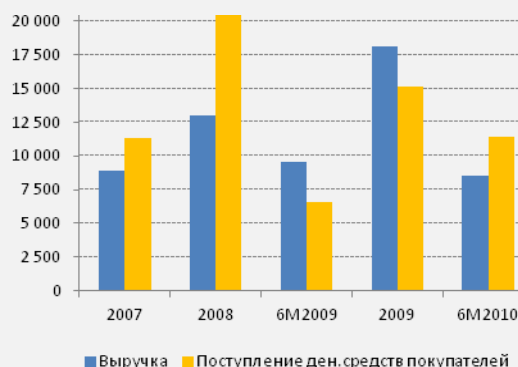
данные отчета о прибылях и убытках с опозданием отражают текущую ситуацию и масштабы бизнеса. В этой связи более репрезентативными являются данные по притоку средств покупателей. В 2009 году этот показатель снизился на 28% до 15.2 млрд. руб., что связано как с общим снижением активности на рынке, так и с падением цен на недвижимость. При этом приток средств от покупателей в 2009 году превосходил показатель 2007 года, чему способствовал уход с рынка ряда компаний, доверие к бренду АСС среди населения и начало восстановления рынка во второй половине 2009 года. В первом полугодии 2010 года этот показатель составил 11.4 млрд. руб., что превышает объем притока средств покупателей за первые 9 месяцев 2009 года. Средства покупателей - это основной источник финансирования деятельности АСС, что повышает финансовую устойчивость компании и снижает зависимость от кредитных ресурсов, что особенно важно в кризисный период.

АСС обладает одним из самых высоких в отрасли показателей рентабельности. По итогам 2009 года рентабельность EBITDA составила 33.9%. Данный показатель отражает ситуацию на рынке в период быстрого роста цен. В кризисный период для поддержания высокого уровня маржи АСС начала осуществлять эффективный контроль над себестоимостью, используя ослабление рубля и механизм вертикальной интеграции. Это позволило увеличить значение рентабельности EBITDA до 42.9% по итогам первого полугодия 2010 года. Также поддержанию высокой маржи способствовала фиксация в договорах цен на докризисном уровне и снижение себестоимости строительства. По прогнозам АСС по итогам 2010 года маржа EBITDA составит 29%, и в ближайшие два года будет сохраняться вблизи значения 30%. Такие прогнозы вполне оправданы, с учетом текущей себестоимости и цены квадратного метра. Так на конец года себестоимость 1 кв.м. составляла порядка 49 тыс. При текущей цене, по которой АСС реализует квартиры (более 70-73 тыс. руб./кв.м.), это соответствует валовой рентабельности на уровне 33-35%. В дальнейшем, в случае продолжения роста цен, маржа будет увеличиваться.

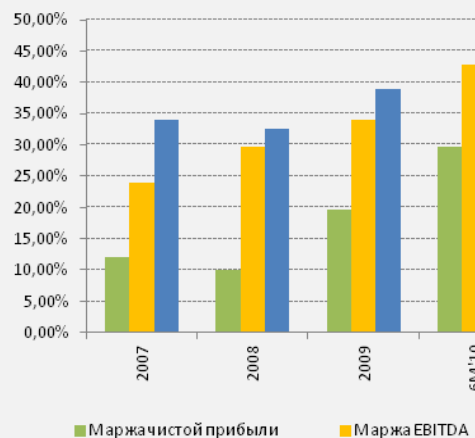
Уровень долга у АСС минимальный среди компаний отрасли. Соотношение Долг/EBITDA на конец 2009 года составило 1.0x, на конец июня 2010 года -0.9x. Внутреннее ограничение компании по данному коэффициенту составляет 3.5x. Соотношение EBITDA/Процентные расходы равен 9.2x, что также существенно лучше внутреннего ограничения (>4.0x). За счет высокой рентабельности и капитализации прибыли АСС удалось увеличить собственный капитал до уровня, который полностью покрывает размер финансового долга. В свою очередь, чистый операционный денежный поток (почти 3 млрд. руб.) полностью покрывает процентные расходы и краткосрочный долг. И это, несмотря на то, что с начала кризиса существенно снизился приток денежных средств от покупателей. В дальнейшем компания будет структурировать долг таким образом (в частности с помощью амортизационной схемы), чтобы все платежи по нему производить из операционного денежного потока.

Консервативной долговой политики компания придерживалась еще до кризиса. В рамках политики снижения долговой нагрузки в 2009 году АСС погасила кредиты от Амстердамского Торгового Банка (19.2 млн. долл.) и ВТБ (35 млн. долл.), снизила задолженность перед Райффайзенбанком и Росбанком.. В начале 2009 года компания провела «мягкую» реструктуризацию этого долга,

Динамика выручки и средств от покупателей, млн. руб.



Динамика показателей маржи



договорившись с держателями об изменении начальных условий займа. К настоящему моменту задолженность по этому выпуску еврооблигаций полностью погашена. Также компания полностью погасила задолженность по двум выпускам рублевых облигаций ЗАО «ЦУН». Результатом таких действий стало сокращение долга в 2009 году на 83 млн. долл. Все выплаты были произведены полностью и в срок. С начала 2010 года ЛСС расплатилась по банковским кредитам и в настоящее время 77% долга представлено публичными займами.

Сохранению низкой долговой нагрузки помогает высокая степень реализации квартир на начальном этапе, это позволяет ограничить объем заемных средств уровнем 10-20% от стоимости объекта. Кроме того ЛСС практически не распределяет полученную прибыль и целиком реинвестирует ее в новые проекты, что также позволяет сохранять низкую зависимость от заемных средств. В дальнейшем ЛСС продолжит придерживаться консервативной долговой политики.

Следует отметить, что за первое полугодие 2010 года Холдинг существенным образом изменил временную структуру долга. Так, если на конец 2009 года более 60% приходилось на краткосрочную задолженность, то к сентябрю 2010 года только 24% долга имеет срок погашения менее 1 года. При этом весь краткосрочный долг покрывается средствами депозитов и открытыми кредитными линиями банков.

Факторы финансового риска:

- Наличие валютного долга

Порядка 23% долга ЛСС номинировано в долларах. Несмотря на то, что у Холдинга цены на жилье частично привязаны к доллару, валютный риск полностью не устраняется, что является фактором риска. Но следует отметить, что с начала 2010 года компания планомерно снижала долг номинированный в иностранной валюте, снизив за это время его долю более чем в два раза.

В финансовой стратегии ЛСС на ближайшие годы стоит отметить следующие моменты:

- Сохранение низкой долговой нагрузки
- Отказ от краткосрочного долга
- Отказ от займов с выплатами в дату погашения.

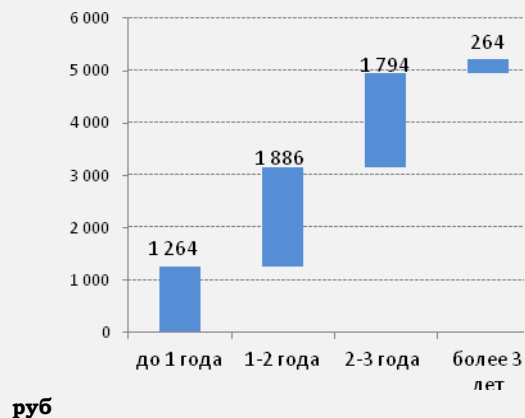
Все дальнейшие займы будут предусматривать амортизационные выплаты, соответствующие поступающим денежным потокам от операционной деятельности.

Позиционирование займа

Компания ЛСС выходит на рынок еврооблигаций со вторым выпуском CLN. Первый заем на 100 млн. долл. был сделан в 2007 году. В 2009 году была проведена его реструктуризация и к настоящему моменту он полностью погашен. Также компания эмитировала 4 рублевых облигационных займа, два из которых успешно погашены, а третий, размещенный в конце 2009 года и четвертый, размещенный в мае 2010 года в настоящий момент находятся в обращении.

Объем планируемого выпуска CLN ЛСС составляет 150

Структура долга по срокам погашения, млн.



млн. долл., срок обращения 5 лет, с квартальным купонным периодом. Бумага будет иметь следующую амортизационную структуру (КП – купонный период):

9-10 ^й	11-12 ^й	13-14 ^й	15-16 ^й	17-18 ^й	19-20 ^й
11%	10%	9%	8%	7%	5%

следующую амортизационную структуру (КП – купонный период):

Включение амортизационных выплат в структуру займа эмитент произвел для того чтобы выплаты можно было производить за счет операционного денежного потока. Это является частью финансовой стратегии – дальнейшие заимствования также будут предусматривать амортизацию.

Тем самым, дюрация выпуска составит порядка 2.9 года.

Позиционирование выпуска CLN АСС будет проводиться двумя способами:

- Относительно облигационных займов с рейтингом аналогичной категории «В» (B-/B/B+)
- Относительно бумаг эмитентов отрасли строительства и девелопмента.

На долговом рынке (как рублевом, так и валютном) обращается достаточно большое количество бумаг эмитентов рейтинговой категории «В». На еврооблигационном рынке практически нет бумаг соответствующей рейтинговой категории, доходность которых превышает 10% годовых.

Даже несмотря на специфические риски различных отраслей, бумаги со схожим рейтингом должны иметь близкую премию за кредитный риск и, соответственно, примерно равную доходность (при аналогичных прочих рисках).

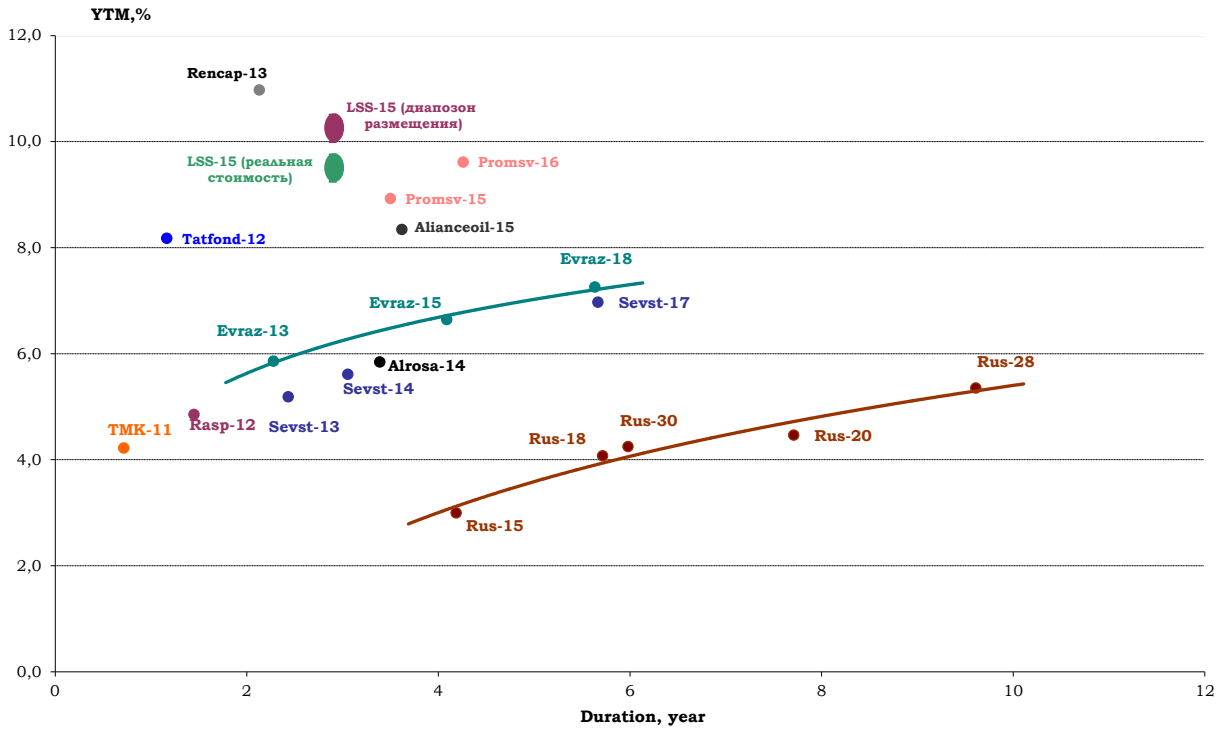
По данным отдела DCM организатора, доходность размещаемых бумаг находится в диапазоне 10,00% – 10,50%.

Учитывая кредитный профиль и ситуацию на вторичном рынке, мы считаем указанный диапазон доходности адекватным. В настоящий момент, российские еврооблигаций не пользуются повышенным спросом, в результате, многие размещения бумаг проходят с премией к рынку и по верхней границе ожидаемого диапазона доходности.

В то же время, по нашему мнению реальная доходность еврооблигаций АСС должна составлять 9,25-9,75%. Мы полагаем, что после заседания ФРС, которое состоится на следующей неделе, ситуация на рынке стабилизируется и доходность облигаций может снизиться до этих уровней.

Таким образом, участие в размещении интересно даже по нижней границе предложенного диапазона.

Оценка справедливого уровня доходности еврооблигаций ЛенСпецСМУ-15 (CLN), с учетом ситуации на долговом рынке на 29 октября 2010г.



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 737 93 03
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 737 93 71
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 737 93 44
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 737 93 81
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 956-26-78
Куш Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 737 93 70

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 956 15 47
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 737 93 71
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 956 12 52

www.ufs-federation.com

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые «Ю.Ф.С. – Федерация» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. «Ю.Ф.С. – Федерация», его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. «Ю.Ф.С. – Федерация» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности эмитентов до совершения сделок. Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения «Ю.Ф.С. – Федерация». «Ю.Ф.С. – Федерация» не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.