



# Иркутскэнерго

## Открывая новую стоимость

Рынок акций: электроэнергетика  
11 октября 2007 г.

Аналитик: Василий Конузин  
тел. +7 (495) 411-66-55 доб. 1731  
konuzin@alemar.ru

### Иркутскэнерго

Цена: \$1.00  
Цель: \$1.78  
Потенциал роста +77%  
Рекомендация: покупать  
Макс 52 недели: \$1.17  
Мин 52 недели: \$0.525  
Кол-во акций: 4,766,807,700  
Тикер: IRGZ (PTC, Bloomberg)

## Иркутскэнерго – самая крупная и в перспективе самая рентабельная энергокомпания России. С либерализацией рынка электроэнергии Иркутскэнерго сможет реализовать свой гидроэнергетический потенциал, увеличив операционную рентабельность до 60% к 2012 г.

- Благодаря преобладающей роли ГЭС в структуре генерирующих мощностей, Иркутскэнерго – уже сейчас одна из самых рентабельных энергокомпаний в России. Ее операционная рентабельность составила 14% в 2006 г.
- Несмотря на высокий КИУМ ГЭС, Иркутскэнерго обладает значительными возможностями для наращивания выработки электроэнергии за счет своих угольных станций, незначительно проигрывая в эффективности 100%-ым ГЭС.
- На фоне общей недооцененности гидрогенерации Иркутскэнерго торгуется с дисконтом к станциям ГидроОГК. В настоящий момент 1 кВт установленной мощности Иркутскэнерго оценен в \$358, в то время как среднее значение для отечественных гидроэлектростанций составляет \$570.
- Иркутскэнерго недооценена по сравнению с зарубежными компаниями-аналогами примерно в 3 раза. Последние сделки M&A в секторе также указывают на колоссальный дисконт акций Иркутскэнерго.
- По нашей оценке, проведенной методом DCF, **акции Иркутскэнерго недооценены рынком практически в 2 раза**. Справедливая стоимость компании составляет \$8.5 млн или \$1.78 за акцию, что на 77% выше их текущей рыночной стоимости и соответствует рекомендации "покупать".

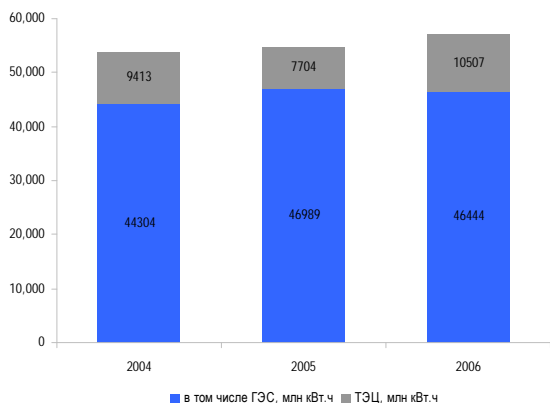
## Краткое описание компании:

**Иркутскэнерго – уникальное сочетание энергоактивов.** Иркутскэнерго – одна из трех российских энергокомпаний, оставшихся неразделенными, совмещает деятельность по производству, передаче и сбыту электроэнергии и тепла в Иркутской области. Отличительной особенностью Иркутскэнерго является преобладающая доля гидрогенерации (85% от выработанной электроэнергии), что выгодно выделяет компанию особенно в сравнении с образованными в ходе реформы РАО "ЕЭС" ОГК и ТГК. На сегодня в состав Иркутскэнерго входят 3 гидроэлектростанции, 9 теплоэлектростанций, электрические сети (в том числе системообразующие с напряжением 500 кВ).

## Основные производственные и финансовые показатели

Иркутская энергосистема является избыточной. По мощности и объемам производства энергосистема способна выработать более 70 млрд кВт.ч электрической и до 46 млн Гкал тепловой энергии. Установленная мощность Иркутской энергосистемы – 12.9 тыс МВт.

Производство электроэнергии Иркутскэнерго



Источник: данные компании

Основные производственные показатели Иркутскэнерго:

Показатель	2004 г.	2005 г.	2006 г.
<b>Выработка электроэнергии, млн кВт.ч</b>	53,717	54,693	56,951
в том числе ГЭС, млн кВт.ч	44,304	46,989	46,444
ТЭЦ, млн кВт.ч	9,413	7,704	10,507
<b>Отпущено электроэнергии потребителям, млн кВт.ч</b>	45,253	47,885	55,878
в том числе собственным потребителям, млн кВт.ч	42,049	42,824	43,882
на внешний рынок, млн кВт.ч	3,204	5,061	11,996
<b>Отпущено тепловой энергии, тыс. Гкал</b>	27,079	25,989	27,522
в том числе с коллекторов ТЭЦ, тыс. Гкал	24,112	23,213	24,742
электробойлерными, тыс. Гкал	1,916	1,785	1,847
котельными, тыс. Гкал	1,051	991	933
<b>Отпущено тепловой энергии потребителям, тыс. Гкал</b>	25,234	24,493	24,590

Источник: данные компании

Несмотря на свою энергоизбыточность, в перспективе 2011 г. за счет роста потребления электроэнергии Иркутская энергосистема может начать испытывать дефицит генерирующих мощностей. Это связано, в первую очередь, с вводом новых промышленных мощностей в регионе, в том числе производственной экспансией ОК "РУСАЛ". Благодаря договоренностям о поставке энергии из Красноярского края сроки ввода новых мощностей могут быть отодвинуты на 2-3 года, таким образом, основные вводы (1,5 гВт) придется на время, когда рынок электроэнергии будет уже либерализован, что в какой-то мере сгладит негативный эффект от масштабных капвложений в строительство новых мощностей.

### Энергосистема Иркутскэнерго

Производственные показатели за 2006 г.  
 Установленная мощность: 12,879 МВт  
 Выработка электроэнергии: 56,951 млн кВт.ч  
 Выработка тепла: 27,522 тыс. Гкал  
 Установленная мощность ГЭС: 90,024 МВт  
 Установленная мощность ТЭС: 3,877 МВт  
 Задействованная мощность ГЭС: 5,302 МВт  
 Задействованная мощность ТЭС: 1,199 МВт  
 КИУМ ГЭС: 59%  
 КИУМ ТЭС: 31%

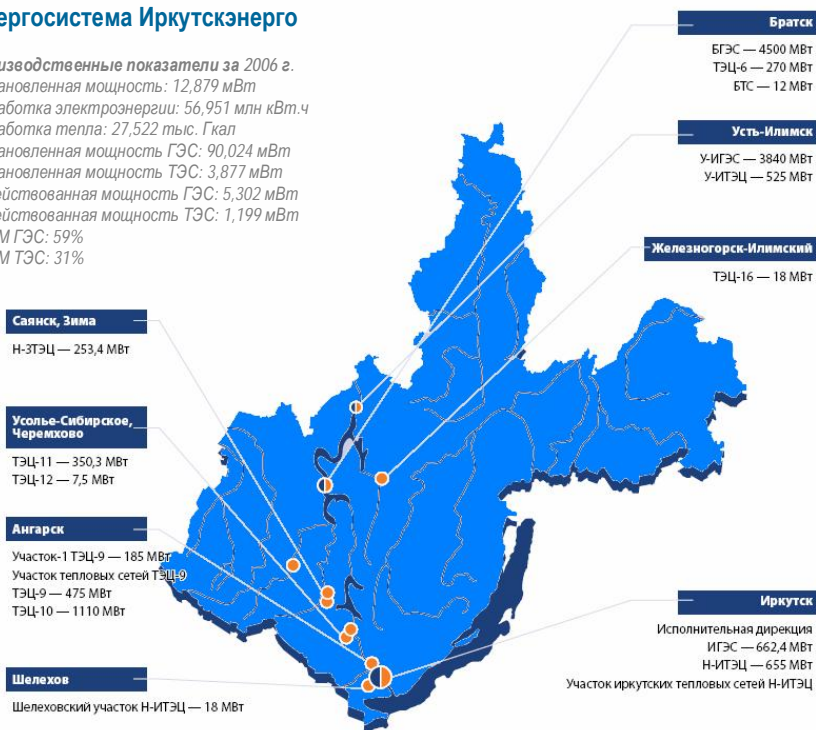
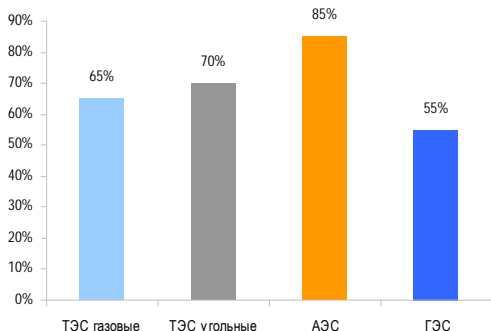


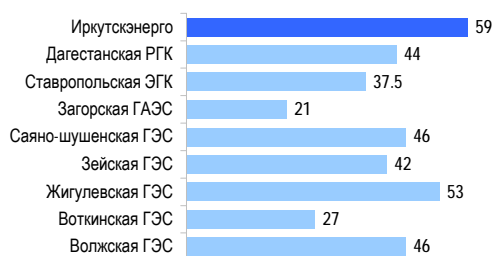
Иллюстрация из годового отчета компании

### КИУМ по типам генерирующих компаний



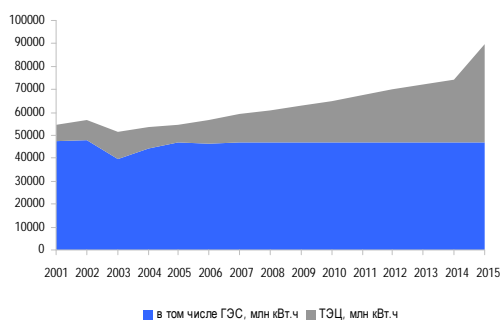
Источник: РАО "ЕЭС"

### КИУМ ГЭС Иркутскэнерго и Гидро-ОГК, 2006 г.



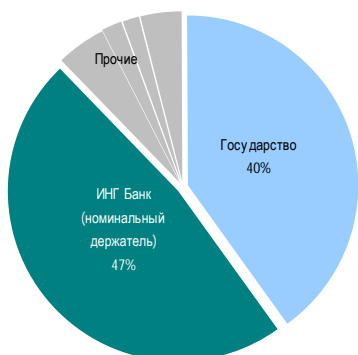
Источник: данные компаний

### Производство электроэнергии ГЭС и ТЭС Иркутскэнерго



Источник: данные компании, ИФК "Алемар"

### Структура акционерного капитала Иркутскэнерго



Источник: данные компании, ИФК "Алемар"

### Установленная и рабочая мощность в динамике

Показатель	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2004 г.	2005 г.	2006 г.
Установленная мощность, мВт	12,881.6	12,881.6	12,881.6	12,879.9	12,879.9	12,879.9
Установленная мощность, ГЭС	9,002.4	9,002.4	9,002.4	9,002.4	9,002.4	9,002.4
Установленная мощность ТЭС	3,879.2	3,879.2	3,879.2	3,877.5	3,877.5	3,877.5
Задействованная мощность, всего, мВт	6,220	6,445	5,869	6,132	6,243	6,501
Задействованная мощность ГЭС, мВт	5,394	5,488	4,528	5,058	5,364	5,302
Задействованная мощность ТЭС, мВт	826	957	1,341	1,075	879	1,199
КИУМ общий	48%	50%	46%	48%	48%	50%
КИУМ ГЭС	60%	61%	50%	56%	60%	59%
КИУМ ТЭС	21%	25%	35%	12%	10%	31%

Источник: данные компании, ИФК "Алемар"

**Иркутскэнерго – самая эффективная ГЭС в России (КИУМ=59%).** Особенности способов выработки электроэнергии накладывают определенные ограничения на количество вырабатываемой ГЭС электроэнергии. В случае с ГЭС объемы вырабатываемой электроэнергии более чем в каких-либо других случаях зависят от природных факторов, например, сезонных изменений уровня воды в водоемах, водности года. Кроме того, выработка электроэнергии может изменяться в связи с непостоянством нагрузки энергосистемы, регулирования мощности ГЭС, ремонта гидроагрегатов или гидротехнических сооружений и т.п. Различают годичный, недельный и суточный циклы режима работы ГЭС. На годичном отрезке задействование мощностей ГЭС ниже, чем на тепловых и атомных станциях, однако КПД ГЭС существенно превышает КПД в теплогенерации. Более того, используя возобновляемые ресурсы, ГЭС в разы экономичнее. В настоящее время единственными операционными расходами ГЭС является водный налог.

ГЭС производят 81% электроэнергии на Иркутскэнерго, что обусловлено низкой себестоимостью производства. Себестоимость выработки 1 кВт.ч электроэнергии ГЭС Иркутскэнерго, по нашим подсчетам, составляет около 10 коп. за кВт.ч, в то время как в тепловой генерации они составляют 60-80 коп. Отчасти это сбалансировано низкими тарифами, однако даже в таком случае ГЭС Иркутскэнерго остаются весьма рентабельными. Учитывая приоритеты производства электроэнергии гидрогенерирующими мощностями, их КИУМ на протяжении последних лет составлял в среднем 60%, что является самым лучшим по России показателем.

**Потенциал наращивания выработки за счет тепловых станций.** Тепловые станции Иркутскэнерго преимущественно используются во время отопительного сезона и для компенсации нехватки электроэнергии в случае низкой водности бассейнов ГЭС. В связи с этим ТЭС работали большей частью в теплофикационном режиме только на обеспечение теплоснабжения и электроэнергии, что, по сути, являлось для них побочным продуктом. Как следствие – низкие показатели КИУМ на протяжении последних лет. Только в 2006 г. отмечен рост выработки электроэнергии ТЭС вследствие сокращения выработки электроэнергии ГЭС на 1.1 %. Покрытие растущей потребности в электроэнергии осуществлялось за счет увеличения выработки на ТЭС, которые нарастили производство электроэнергии на 36.6%. Мы полагаем, что данная тенденция в ближайшие годы сохранится. С увеличением энергопотребления в регионе Иркутскэнерго будет наращивать производство электроэнергии за счет теплогенерации, прежде всего ввиду ее низкого КИУМ, в то время как объемы электроэнергии, производимой ГЭС, будут расти меньшими темпами.

### Структура акционерного капитала

Акционерный капитал Иркутского открытого акционерного общества энергетики и электрификации (ОАО "Иркутскэнерго"), зарегистрированного в г. Иркутске в 1992 г., составляет 4,766.8 млн руб. и разделен на 4,766,807,700 обыкновенных именных акций номинальной стоимостью 1 руб. Основными владельцами компании являются алюминиевые концерны РусАл и СУАЛ, которым принадлежит более 47.75% акций. Предположительно, доля СУАЛа в энергокомпании составляет 10% – именно таким пакетом управлял КЭС. С объединением алюминиевых компаний (в ОК РусАл), вполне возможно, что их акции будут консолидированы на балансе компании РусАла.

## Оценка стоимости Иркутскэнерго

Мы провели оценку стоимости Иркутскэнерго на основании расчета прогнозных денежных потоков (DCF), сравнительного анализа с отечественными и зарубежными представителями гидрогенерации, а также проанализировав последние тенденции на рынке M&A. Расчеты показали, что Иркутскэнерго в разы недооценена по отношению к зарубежным аналогам и серьезно уступает по стоимости отечественным ГЭС. Свою оценку мы базировали исключительно на методе DCF, в то время как полученные результаты сравнительного анализа и анализа сделок M&A мы приводим в качестве наглядного подтверждения высокого потенциала роста компании.

### DCF:

**По нашей оценке, справедливая стоимость Иркутскэнерго составляет около \$8.5 млрд или \$1.78 за акцию, что соответствует оценке 1 кВт установленной мощности на уровне \$658, тогда как в настоящий момент бумаги компании торгуются исходя из стоимости \$358 за кВт или \$1 за акцию.**

Основными предположениями модели послужили:

- рост потребления электроэнергии в регионе в среднем 3-4% ежегодно;
- прирост в энергопотреблении компенсируется наращиванием выработки ТЭЦ и, в меньшей степени, гидрогенерацией;
- в 2007 г. осуществлены инвестиции в сетевое хозяйство в размере 7.2 млрд руб., для частичного покрытия которых компания привлекла кредит в 5 млрд руб.;
- в 2015 г. компания за счет собственных средств и амортизации введет в эксплуатацию новые генерирующие мощности, работающие на угле (1.5 гВт), что позволит решить актуальную к тому времени проблему энергодефицита в регионе;
- ввиду значительного роста рентабельности компании, вызванного удорожанием цен на электроэнергию, мы сделали предположение об увеличении в 2 раза водного налога – до 11-12% от себестоимости компании, что, тем не менее, обеспечило ей уровень рентабельности свыше 50%.

### Результаты расчета DCF, тыс. руб.\*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка нетто	23 737 497	28 568 167	36 416 885	45 606 632	55 742 114	68 285 907	74 555 567	80 691 127	87 179 930	107 549 257
Себестоимость реализации	-17 579 921	-19 762 421	-21 564 683	-23 442 765	-25 547 087	-27 945 073	-30 388 984	-32 788 018	-35 341 143	-47 491 325
Валовая прибыль	6 157 576	8 805 747	14 852 203	22 163 867	30 195 027	40 340 834	44 166 583	47 903 110	51 838 787	60 057 932
SG&A	-2 949 203	-3 102 041	-3 350 204	-3 601 470	-3 871 580	-5 849 111	-6 229 303	-6 621 749	-7 019 054	-7 426 159
Операционная прибыль	3 208 373	5 703 706	11 501 998	18 562 397	26 323 447	34 491 723	37 937 280	41 281 360	44 819 733	52 631 773
EBITDA	5 470 753	8 478 366	14 276 659	21 337 058	29 098 108	37 266 383	40 711 940	44 056 021	47 594 393	58 379 173
Чистая прибыль	2 093 250	4 309 870	8 722 809	14 093 390	19 995 296	26 205 816	28 826 413	31 369 394	34 059 667	39 997 650
Инвестиции в оборотный капитал		-456 499	-979 919	-1 112 918	-1 251 060	-1 571 363	-1 079 630	-1 038 075	-1 122 865	-4 355 204
FCF		-571 969	10 517 550	15 755 132	15 278 521	20 744 394	23 423 516	25 560 883	27 713 660	32 928 171
DCF		-508 417	8 310 163	11 065 333	9 538 305	11 511 665	11 554 122	11 207 486	10 801 242	11 407 616
WACC	12.5%									
NPV	84 887 515									
Terminal value	378 673 962									
DTV	131 187 586									
EV	216 075 102									
EV, \$	8 473 533									
\$/кВт	657.89									
Кол-во акций	4 766 807 700									
<b>Цена 1 акции, \$</b>	<b>1.78</b>									

\* Если не указано иное

Расчеты ИФК "Алемар"

**Сравнительный анализ:**

**Иркутскэнерго существенно недооценена по отношению к отечественным аналогам – АО-ГЭС, входящим в состав ГидроОГК.** После объявления коэффициентов конвертации АО-ГЭС в акции ГидроОГК произошла переоценка гидрогенерирующих активов. Главным образом, акции АО-ГЭС оценивались, исходя из преимуществ входа в ГидроОГК, в то время как Иркутскэнерго, являясь независимой компанией, не смогла извлечь для себя пользы от ралли в ряде акций АО-ГЭС. В настоящий момент Иркутскэнерго торгуется на уровне \$358 за 1 кВт установленной мощности, в то время как средний показатель по АО-ГЭС ГидроОГК составляет \$570.

**Потенциал роста Иркутскэнерго по отношению к АО-ГЭС ГидроОГК:**

- исходя из мультипликатора "Капитализация/Установленная мощность" +60%;
- исходя из мультипликатора "Капитализация/Используемая мощность" +11%

Таким образом, справедливая стоимость Иркутскэнерго по сравнению с отечественными компаниями-аналогами должна составлять около \$6.2 млрд., что на 35% выше текущей капитализации компании.

**Сравнение с отечественными компаниями-аналогами (АО-ГЭС ГидроОГК)**

Компании	Цена, \$	Капитализация, \$ млн	Уст. мощность, мВт	Кап./ Мощность	КИУМ %, 2006 г.	Капитализация/Используемая мощность
<b>Станции ГидроОГК</b>						
Волжская ГЭС, ао	0.86	2435	2541	958	46	440.68
Воткинская ГЭС, ао	0.9875	357	1020	350	27	94.5
Жигулевская ГЭС, ао	0.485	1875	2315	810	53	429.3
Зейская ГЭС, ао	0.49	397	1330	298	42	125.16
Саяно-шуйская ГЭС, ао	1.7	3287	6721	489	46	224.94
Загорская ГАЭС	0.04	1130	1200	942	21	197.82
Ставропольская ЭГК, ао	0.176	151	463	327	38	124.26
Дагестанская РГК	0.165	869	1336	651	44	286.44
Иркутскэнерго	0.97	4,623	12,880	358	60	215
Среднее				543	39	240

Источник: данные компании, ИФК "Алемар"

**По сравнению с зарубежными аналогами российская гидрогенерация недооценена в 2 раза.** Несмотря на то, что выбранные нами компании-аналоги обладают меньшим износом, их стоимость в 2-3 раза превышает текущую оценку рынком станций ГидроОГК. Даже с учетом 30% дисконта (на износ оборудования и гидротехнических сооружений) к стоимости зарубежных компаний-аналогов, Иркутскэнерго должна стоить \$10.5 млрд.

**Сравнение с зарубежными компаниями-аналогами**

Зарубежные аналоги	Установленная мощность	Капитализация, \$ млн	Капитализация/ мощность	Страна
Can Hydro Developers Inc	256	782.68	3,057	Канада
EDF Energies Nouvelles SA	770	4,182.09	5,431	Франция
Среднее развитые рынки:				4,244
Tractebel Energia SA	5,860	8,437.91	1,440	Бразилия
CIA Eenergetica de Sao Paulo	7,455	5,993.14	804	Бразилия
AES Tiete Sa-Pref	2,650	3,948.87	1,490	Бразилия
Duke Energy INTL Geracao-PRF	2,237	2,058.26	920	Бразилия
Среднее, Бразилия:				1,164
Jaiprakash Hydro Power Ltd	300	453.76	1,513	Индия
Can Don Hydro Power Joint St	72	71.68	996	Вьетнам
Na Loi Hydro Joint Stock Com	9	6.51	699	Вьетнам
Среднее, Азия:				1,069
Иркутскэнерго	12,880	4,623	358	Россия

Источник: Bloomberg, ИФК "Алемар"

### Сделки M&A

В последнее время значительно усилилась активность глобальных игроков в сфере слияний и поглощений, при этом ввиду существенного удорожания цен на энергоресурсы все более привлекательными становятся энергетические мощности, работающие на возобновляемых источниках энергии. Более высокая цена, уплаченная за кВт установленной мощности таких станций, с лихвой окупается за счет дешевизны используемых для производства электроэнергии ресурсов – ветра и воды.

Основная концентрация сделок пришлась на Латинскую Америку, где на арене M&A своей активностью выделяются не только местные игроки, но также и крупнейшие компании из США и Европы, при этом последние явно держат пальму первенства на этом поприще. Среди наиболее энергичных игроков на этом рынке себя зарекомендовали Enel и E.ON.

Впрочем, консолидация энергетических активов происходит по всему миру. В последнее время отмечается тенденция к укрупнению бизнеса в Австралии и Азии (в основном в богатых своим гидроэнергетическим потенциалом Филиппинах) и Канаде.

Судя по сделкам M&A, проведенным за последние 2 года, средняя цена кВт установленной мощности гидроэлектростанций составила примерно в \$2,195. Для сравнения в таблице приведены оценки 1 кВт используемой мощности, которые в среднем оказались на 20-30% ниже, что объясняется КИУМ гидроэлектростанций на уровне 70-80%. Для России максимальное значение КИУМ составляет 45-60%, что предполагает 30% дисконт по стоимости.

Таким образом, оценка 1 кВт установленной мощности Иркутскэнерго на основании анализа сделок M&A должна составлять \$1,537, а 1 кВт используемой мощности, в таком случае, стоит \$1,230. Сама компания тогда должна стоить около \$18 млрд.

#### Отдельные сделки M&A в гидрогенерации (2005-2007 гг.)

Покупатель	Объект	Продавец	Страна/регион	Сделка, \$ млн	Мощность объекта, мВт	Капитализация/ мощность*	Капитализация/ исп. мощность**
Brookfield Power	Станция	Rumford Falls Power Company	Канада	144	40	3,600	2,774
Brookfield Asset Management Inc.	Станция	Energisa S.A.	Бразилия	150	45	3,333	2,500
Furnas	40% пакет Foz	CVRD	Перу	907	855	2,652	1,989
Enel	AlintaAGL	Rede Energia	Бразилия	227	92	2,465	1,849
EPCOR	30.6% TransCanada	TransCanada	Канада	529	744	2,324	2,095
Enel	24.55% Fortuna	EGE Fortuna SA	Бразилия	161	300	2,190	1,627
PSEG Global	Electroandes	Statkraft Norfund Power Invest	Перу	390	180	2,167	1,533
Enel	Станция	Grupo Rede	Бразилия	198	98	2,027	1,517
Australian Gas Light Company	Southern Hydro	Southern Hydro	Австралия	1,425	736	1,936	999
SN Aboitiz Power Inc.	Станция	PSALM	Филиппины	530	360	1,472	156
Brennand	Cellins Energética	Rede Energia	Бразилия	15	15	1,000	699
CR Power	60% Yunpeng	Yunpeng	Китай	15	120	213	109
					Среднее***	2,195	1,758

\*исходя из капитализации 100% пакета акций

\*\* исходя из 70-90% КИУМ, за искл. сделки - SN Aboitiz Power Inc. - PSALM

\*\*\*за исключением покупки 60% Yunpeng

## Раскрытие информации:

### Руководство компании

Генеральный директор	Александр Лактионов
Старший Управляющий директор	Джошуа Ларсен
Управляющий директор Департамент ценных бумаг	Александр Овчинников

### Аналитическое управление

Начальник управления	Василий Конузин, к.э.н.
Нефть и Газ / Нефтехимия Аналитик	Анна Помаскина
Энергетика Аналитик	Василий Конузин Алексей Малинкин
Телекоммуникации Старший аналитик	Сергей Захаров
Машиностроение / Металлургия Аналитик	Вадим Смирнов
Потребсектор	Екатерина Стручкова
Долговые рынки Аналитик	Владимир Евстифеев
Отдел подготовки аналитических материалов Редактор	Мила Маслова

### Контактная информация

Телефон	+7 (495) 411-66-55
Факс	+7 (495) 733-96-82
Интернет	<a href="http://www.alemar.ru">www.alemar.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1731)
E-mail	<a href="mailto:research@alemar.ru">research@alemar.ru</a>
<b>Операции с акциями</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1782)
E-mail	<a href="mailto:salesdesk@alemar.ru">salesdesk@alemar.ru</a>
<b>Трейдера</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1782)
E-mail	<a href="mailto:tradingdesk@alemar.ru">tradingdesk@alemar.ru</a>
<b>Деривативы</b>	
Телефон	+7 (495) 411-66-55 (вн. 1787)
E-mail	<a href="mailto:derivatives@alemar.ru">derivatives@alemar.ru</a>
<b>Офис в Новосибирске</b>	
Телефон	+7 (383) 218-84-28
Факс	+7 (495) 218-75-49
<b>Офис в Красноярске</b>	
Телефон	+7 (383) 218-84-28
Факс	+7 (495) 218-75-49

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг, выданные ФСФР России ЗАО ИФК «Алемар»

04.04..2002, N лицензии 177-05921-100000,  
 04.04..2002, N лицензии 177-05929-001000,  
 04.04..2002, N лицензии 177-05916-000100,  
 04.04..2002, N лицензии 177-05926-010000,  
 20.12.2006 N 796

#### ИФК «Алемар»

тел. +7 (495) 411-6655  
 Россия, 117218, г. Москва, ул. Кржижановского д.14, корп.3,  
 E-mail: [research@alemar.ru](mailto:research@alemar.ru)  
<http://www.alemar.ru>

При подготовке обзора использована информация агентств и компаний: Интерфакс, РосБизнесКонсалтинг, Финмаркет, Финам, Bloomberg, FXClub, FOREX times, РБК, Business-FM, РТС, ММВБ, Reuters, Factiva, РАО ЕЭС, ФСК ЕЭС, ОГК-1, ОГК-2, ОГК-3, ОГК-4, ОГК-5, ОГК-6, ТГК-1, Мосэнерго, ТГК-5, ВоТГК, Южная ТГК-8, ТГК14, Гидро-ОГК, МРСК-1, АПБЭ, ГВЦ Энергетики

© 2003-2007 ИФК «Алемар». Все права защищены.

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Источники, используемые при написании данного отчета, ИФК «Алемар» рассматривает как достоверные, однако ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации. Оценки и мнения, отраженные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков ИФК в отношении рассматриваемых в отчете ценных бумаг и эмитентов.

ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ИФК «Алемар», его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами.

ИФК «Алемар» не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности.

Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ИФК «Алемар».