

Инструмент	Рекомендация	
	< 1 года	1-4 года
Валюты		
USD	Держать	Продавать
EUR	Держать	Покупать
JPY	Держать	Продавать
CNY	Покупать	Покупать
AUD	Держать	Покупать
GBP	Держать	Держать
CAD	Держать	Покупать
RUB	Покупать	Покупать
Облигации		
U.S. Treasuries	Держать	Продавать
German Bunds	Держать	Продавать
British Gilts	Держать	Продавать
Japan GBs	Держать	Продавать
Russia eurobond, USD	Покупать	Держать
ОФЗ, RUB	Покупать	Держать
Корп облигации, RUB	Покупать	Покупать
Недвижимость		
США	Покупать	Покупать
Япония	Покупать	Покупать
ЕС	Продавать	Держать
Китай	Держать	Покупать
Россия	Покупать	Покупать
Акции		
S&P500	Держать	Продавать
Euro STOXX600	Держать	Держать
Nikkei 225	Держать	Покупать
Shanghai Composite	Покупать	Покупать
BOVESPA	Покупать	Покупать
SENSEX	Покупать	Держать
RTS	Покупать	Покупать
Товары		
Драгоценные металлы	Держать	Покупать
Нефть	Держать	Покупать
Промышленные товары	Держать	Покупать
С/х товары	Держать	Покупать
Акции по секторам		
ММВБ – нефть и газ	Покупать	Покупать
ММВБ – финансы	Покупать	Покупать
ММВБ – металлы и добыча	Держать	Держать
ММВБ – телекоммуникации	Покупать	Покупать
ММВБ – электроэнергетика	Покупать	Держать
ММВБ – потребительский сектор	Покупать	Покупать
ММВБ – химия и нефтехимия	Покупать	Покупать
ММВБ – транспорт*	Покупать	Покупать
ММВБ – машиностроение	Покупать	Держать
ММВБ – строительные компании*	Покупать	Покупать

* – отмеченные сектора на данный момент не имеют рассчитываемых индексов на Московской бирже

Содержание

[Оценка сценариев развития и обновление стратегического взгляда \(стр. 1\)](#)

[В центре. Мир глазами Бена Бернанке \(стр. 2\)](#)

[Глобальное экономическое развитие \(стр. 4\)](#)

[Ключевые события и ожидания года \(стр. 5\)](#)

[Лето. Политика. Всплеск кошмаров как повод купить \(стр. 6\)](#)

[Товарные рынки \(стр. 7\)](#)

[Российская экономика и финансовые рынки \(стр. 9\)](#)

[Наиболее интересные российские акции к покупке \(стр. 12\)](#)

Оценка сценариев развития и обновление стратегического взгляда

По отношению ко всем публиковавшимся ранее за последний год стратегиям наш стратегический взгляд не претерпел существенных изменений. Летом прошлого года мы указывали на сильную дороговизну «безрисковых» активов (государственных облигаций США, Германии, Великобритании, Японии), вызванную опасениями развала зоны евро и политикой количественных ослаблений при низких темпах роста глобальной экономики. За последний год цены на безрисковые активы уже существенно припали и, на наш взгляд, в ближайшие годы эта тенденция будет только нарастать. Фондовый рынок США, который мы не любим с конца прошлого года, вопреки нашему мнению в первые месяцы этого года вырос. Такому движению отчасти способствовала волна бегства спекулятивных капиталов с развивающихся рынков, отчасти перенос бюджетных ужесточений в США с января на апрель. Тем не менее, на наш взгляд, подавляющее большинство акций крупных американских корпораций сейчас существенно переоценены, а сигналы начала перехода ФРС от стимулирующей денежной политики к сдерживающей делают инвестиции в эти акции сейчас весьма опасными. Полтора года назад мы выделяли рынок недвижимости в штатах в качестве фаворита, и сейчас сохраняются все шансы для продолжения его долгосрочного роста.

В начале года мы также предупреждали инвесторов на российском рынке о высокой вероятности снижения российского рынка до середины лета и рекомендовали локально покупать доллар США. Этот сценарий сейчас почти достиг своих целей, индекс РТС с февраля потерял более 20% и в ближайшие 2 месяца, на наш взгляд, уже имеет смысл долгосрочно покупать наиболее фундаментально сильные российские акции. Бразильские акции наряду с российскими имеют шансы показать сильный рост в ближайшие годы, поэтому имеет смысл пользоваться текущими политическими неурядицами в стране для поиска объектов долгосрочных инвестиций. Российский рубль с начала года снизился с 30 до 33,5 рублей за доллар. Вполне вероятно, что мы увидим и более низкие значения в районе 34 рублей за доллар, но уже на этих уровнях рубль становится интересен для долгосрочных покупок.

Мы по-прежнему продолжаем любить китайский рынок акций и юань. Впрочем, в ближайшие годы рост китайских акций может быть умеренным, а максимальную доходность от инвестиций в них, на наш взгляд, можно будет получить на горизонте в 10-12 лет. Товарные рынки в целом продолжают стагнировать, а запуск QE3 в сентябре прошлого года привел к очередным продажам данного типа активов. Тем не менее, в отличие от многих экспертов мы не считаем, что сырьевой суперцикл закончен, а предстоящий рост инфляции и процентных ставок в США может привести к ажиотажным покупкам товарных активов и надуванию полноценного «пузыря» на этом рынке.

Характеризуя текущую ситуацию, можно говорить о том, что рынки сейчас находятся в некоторой «сумеречной» зоне. Понимание того, что мировая экономика выздоравливает, и ФРС США будет постепенно переходить от стимулирования снижения уровня безработицы к режиму защиты от роста инфляции, уже появляется. Между тем, глобальные долгосрочные тренды только начинают разворачиваться в пользу инфляционной модели, и крупные инвесторы только-только начинают думать о перераспределении части своих безрисковых вложений в пользу риска. В связи с этим говорить о том, что сейчас нужно брать риск на все деньги, не приходится. Рыбалка в мутной воде может принести большие прибыли, но также весьма рискованна. Несмотря на текущие привлекательные цены на многие российские акции, есть вероятность того, что индекс РТС в ближайшие 2 месяца может оказаться ниже отметки 1200 пунктов. Поэтому прямо сейчас, на наш взгляд, имеет смысл делать ставки только на наиболее сильные идеи на российском рынке.

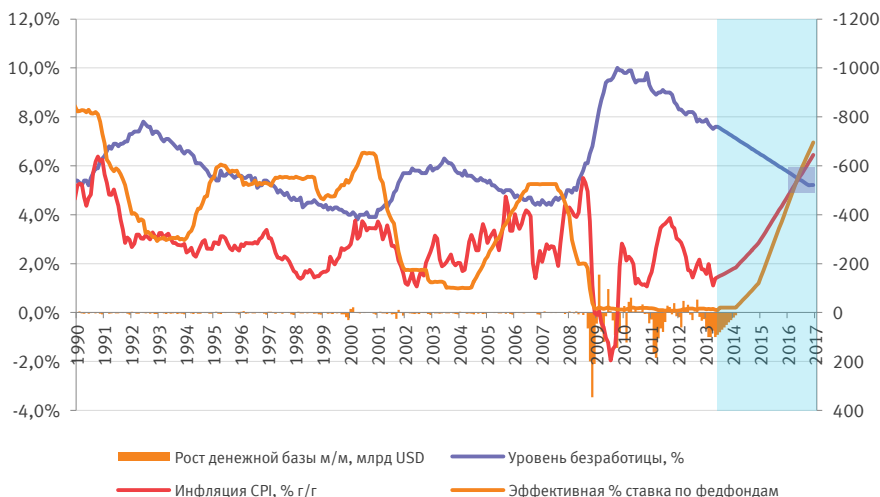
В центре. Мир глазами Бена Бернанке

22 мая была заложена очередная важная веха в развитии глобальных рынков. В опубликованных протоколах заседания Комитета по открытым рынкам ФРС США значительная часть членов FOMC заявили о готовности сворачивания программы количественного ослабления QE3. На следующий день фондовые рынки подверглись массированным продажам, а японский фондовый индекс Nikkei225, выросший за полгода на 80%, упал в течение дня 23 мая почти на 9%. 20 июня глава ФРС Бен Бернанке подтвердил готовность сворачивать программу QE3 в текущем году. Выступавшие позже члены Комитета по открытым рынкам также высказали свою солидарную позицию.

Изначально эти заявления можно было бы списать на обычный повод для традиционной весенней коррекции. Но проанализировав в деталях позицию ФРС, мы приходим к выводу о глобальной смене концепции политики денежного регулятора США. Исходя из заявлений членов ФРС, мы построили модель видения ими развития ключевых макроэкономических показателей на ближайшие годы. Предпосылками для построения модели послужили следующие, неоднократно упоминавшиеся высказывания:

- Целевое снижение уровня безработицы до 7,2% к концу 2013 года;
- Целевое снижение уровня безработицы до 6,5% к концу 2014 года;
- Целевой нормальный долгосрочный уровень безработицы составляет 5-6%;
- Полное завершение программы QE3 при достижении уровня безработицы 7%;
- Начало роста коридора базовой ставки при безработице 6,5%;
- Коридор базовых ставок может быть повышен при уровне инфляции в 2,5%.

...предполагаемая модель ФРС не учитывает возможности более быстрых темпов сокращения безработицы и быстрых темпов роста инфляции...

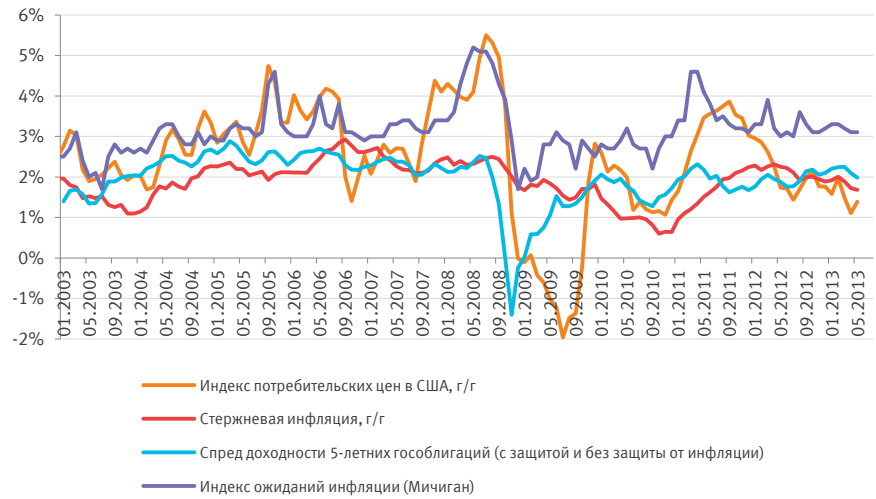


Проанализировав получившуюся модель, мы пришли к следующим выводам:

- Члены ФРС сейчас таргетируют исключительно уровень безработицы без оглядки на инфляцию. Снижение безработицы прогнозируется линейно с целью в 5,2-5,5% к середине-концу 2016 года;
- Программа QE3 может начать сворачиваться уже сейчас темпами по 8-10 млрд долларов в месяц. К марту 2014 года QE3 будет полностью свернута;
- Коридор базовых ставок начнет движение вверх в 4-м квартале 2014 года. Эффективная ставка по фэдфондам может начать рост уже во 2-м квартале 2014. Фактически поддерживающая экономику система ставок может сохраниться вплоть до середины 2016 года;
- Линейная модель сокращения безработицы не учитывает возможности более быстрого снижения безработицы, на которые указывают данные по первичным пособиям. Кроме того, запущенный в марте секвестр бюджета показал на быстрое замещение потерь мест в госсекторе со стороны частного сектора. В этом случае рост ставок может начаться раньше;
- Отсутствие целей таргетирования инфляции, рост денежной базы в 4 раза с 2008 года и более стремительное сокращение безработицы могут привести к быстрому инфляционному разгону. ФРС в этом случае придется резко двигать ставки вслед за уходящей вверх инфляцией. Об этом в июне этого года уже предостерег бывший глава ФРС Алан Гринспен;

...QE3 может быть полностью свернуто в марте 2014 года, а ставки подняты в 4-м квартале 2014 или раньше...

...текущие низкие темпы роста инфляции в США не соответствуют более высоким долгосрочным ожиданиям...



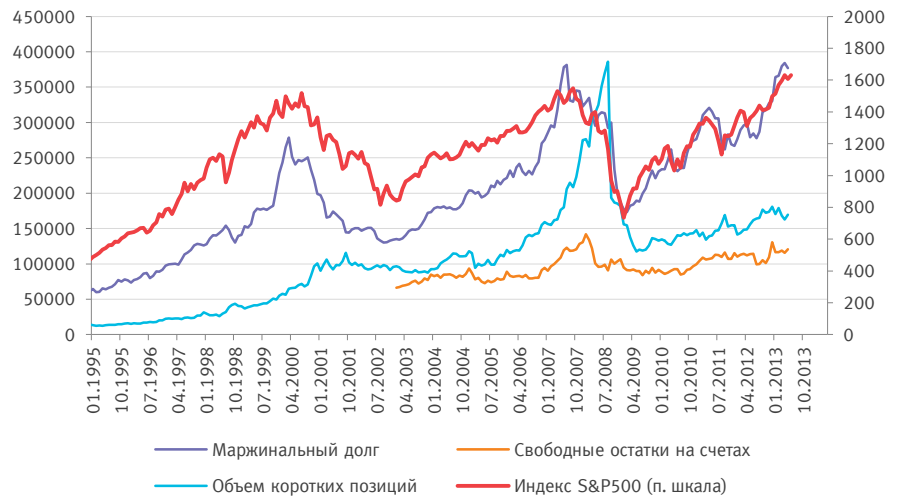
...основными бенефициарами от взрыва инфляционной «бомбы» в 2014-м году могут оказаться товарный рынок, акции сырьевых компаний, сырьевые экономики в целом...

На возможности ускорения инфляции в США также указывает ряд других факторов. В апреле индекс потребительских цен показал минимальный двухлетний прирост в размере 1,1%. Между тем, стержневая инфляция (за вычетом изменений цен на еду и энергоносители) находилась выше на уровне 1,7%. Спред доходностей 5-летних облигаций Казначейства США к аналогичным по сроку бумагам с защитой от инфляции находился уже на уровне 2%, а индекс долгосрочных инфляционных ожиданий Мичиганского университета и вовсе указывает на отметку 3,1%.

Вкупе с постепенным выходом ЕС из рецессии в этом году, программой удвоения денежной базы Банка Японии и мерами стимулирования китайской экономики, о которых может быть объявлено в августе, мы получаем мощную инфляционную «бомбу», которая сейчас закладывается под рынки. Основными бенефициарами от взрыва такой бомбы могут оказаться товарный рынок, акции сырьевых компаний, сырьевые экономики в целом. Основными пострадавшими – государственные облигации развитых стран.

Впрочем, окончательно предпосылки для «ралли» в сырьевых активах могут оформиться скорее лишь в 2014 году. Пока что речь идет только о сворачивании QE3, ставки LIBOR по доллару США находятся возле минимальных уровней, и вряд ли сейчас стоит ждать обвального падения цен на безрисковые активы.

...для фондового рынка США рост инфляции и ставок будет в целом негативным, но вряд ли фатальным...



Для фондовых активов развитых стран глобальное усиление инфляционного давления может иметь различные последствия в каждом отдельном случае. Так как в целом экономики США, Японии и ЕС не являются сырьевыми по своему характеру и опираются на сектор машиностроения и больше сектор услуг, рост сырьевых цен и ставок по кредитам в целом негативно повлияет на фондовые индексы в долгосрочной перспективе. Добавим к этому, что в последние годы «голубые фишки» на рынках акций этих регионов отчасти также использовались в качестве безопасных активов при бегстве капитала с развивающихся рынков, что сделало многие бумаги крупных корпораций переоцененными.

Рост ВВП в 2012 году и прогнозы на 2013-2014 годы

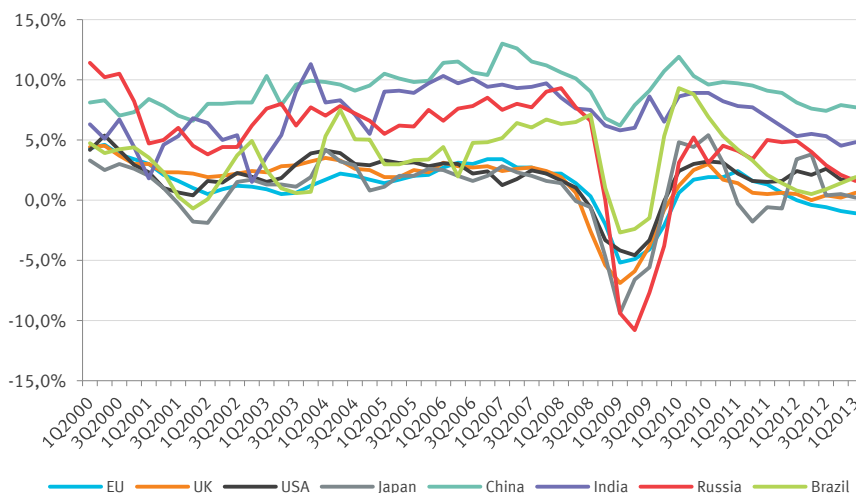
	2012	2013E	2014E
Китай	+7,9%	+7,5%	+7,4%
Индия	+4,5%	+5,8%	+6,1%
Россия	+2,1%	+2,8%	+3,5%
Бразилия	+1,4%	+2,5%	+3,0%
США	+1,7%	+1,9%	+2,8%
Япония	+0,5%	+1,8%	+1,6%
Велико-британия	+0,2%	+1,0%	+1,6%
ЕС	-0,9%	-0,6%	+0,8%

Источник: The Economist

...прогнозы темпов роста большинства крупных экономик в 2013 году отличаются в лучшую сторону по сравнению с более медленным 2012 годом ...

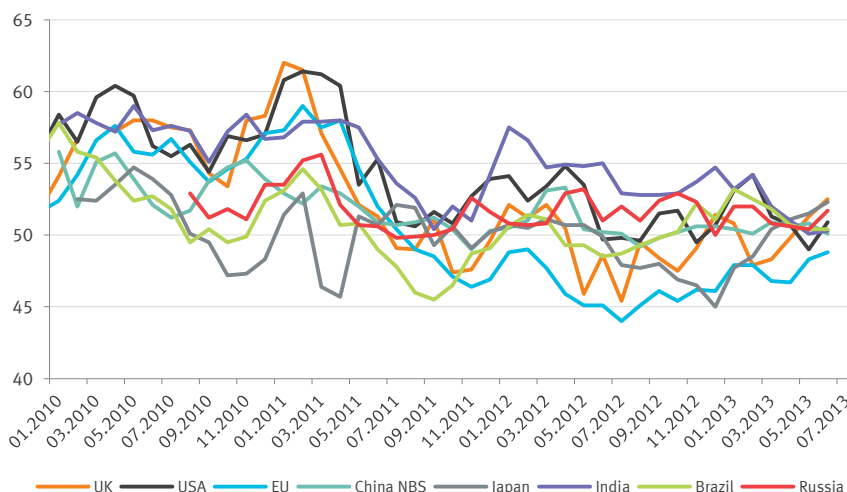
Глобальное экономическое развитие

Несмотря на все еще продолжающееся замедление, в целом уже сейчас можно наблюдать картину постепенного перехода глобальной экономики от фазы восстановления к росту. Прогнозы темпов роста большинства крупных экономик в 2013 году отличаются в лучшую сторону по сравнению с более медленным 2012 годом. Поквартальные темпы указывают на ускорение роста в Бразилии, Великобритании, Китае, Японии. Впрочем, экономика «глобального больного» – ЕС все еще продолжает сокращаться в годовом выражении, оказывая давление и на российское хозяйство. Рост ВВП США за 1-й квартал был пересмотрен в последней оценке в сторону понижения с +2,4% до +1,8%. Отчасти такой негативный пересмотр был связан с ростом дефлятора ВВП. Впрочем, во 2-м квартале американская экономика может показать более интересные цифры – индекс потребительского доверия в США в мае подскочил до максимума с июля 2007 года, несмотря на прошедший в марте-апреле секвестр бюджета.



Даже в обремененных бюджетными ограничениями странах ЕС тенденция замедления экономики вырождается. Индекс PMI еврозоны в сфере производства хоть и продолжает оставаться в зоне стагнации ниже отметки 50 пунктов, но указывает на стабильный рост оптимизма менеджеров по закупкам с лета 2012 года, когда многие предрекали распад зоны евро. Глава ЕЦБ Марио Драги на последнем заседании банка заявил, что для поддержания экономики ЕС процентные ставки могут остаться низкими достаточно долго и не исключил их дальнейшего снижения.

...индекс PMI еврозоны в сфере производства хоть и продолжает оставаться в зоне стагнации ниже отметки 50 пунктов, но указывает на стабильный рост оптимизма менеджеров по закупкам с лета 2012 года...



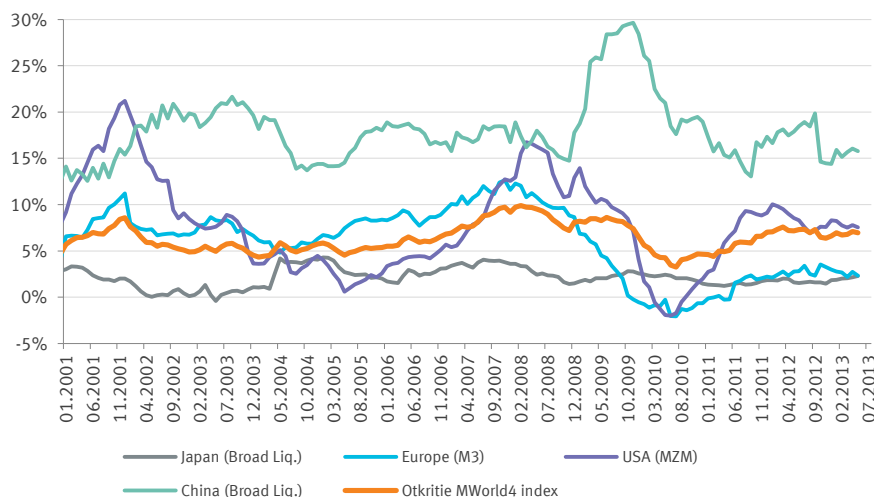
Банк Японии продолжает радовать глобальную экономику денежными вливаниями по плану «2-2-2-2» – удвоения денежной базы за два года с целью достижения 2-процентного роста инфляции. В середине мая глава денежного регулятора Харухико Курода заявил, что Банк Японии не допустит усиления волатильности в секторе государственных облигаций. Как следствие резко растущие в течение 2-х месяцев доходности по госбумагам Японии затормозили свой подъем, а японская иена прекратила обвальное падение. В то же время на днях Пенсионный фонд Японии заявил о планах сократить вложения в японские государственные облигации и наращивать доли инвестиций в акции и облигации других стран.

В августе японское правительство должно представить детальный план стимулирования экономики со стороны государства. В августе также ожидается публикация списка мер

правительства Китая по ускорению роста экономики. Вышедшие 2 недели назад последние данные индекса PMI Поднебесной в сфере производства от Национального бюро статистики указывают на стабилизацию темпов роста экономики, но никак не ускорение. А индекс HSBC PMI и вовсе указал на возможность спада, снизившись до уровня 49,6 пунктов.

Банк Австралии продолжает снижать базовую ставку (на 0,25% до 2,75%), что оказывает давление на курс австралийского доллара. Ожидания расширения программы количественного смягчения в Великобритании оказывают давление на курс фунта стерлингов. Экономика Туманного Альбиона восстанавливается весьма низкими темпами. Прошлой осенью мы уже указывали на предстоящие трудности в британской экономике. С тех пор рейтинговые агентства Fitch и Moody's уже снизили на одну ступень суверенные рейтинги страны, а фунт стерлингов подвергся обесценению в 1-м квартале. Проблемой для правительства Великобритании продолжает оставаться необходимость приватизации национализированных в кризис банков Lloyds и Royal Bank of Scotland.

...совокупная широкая денежная масса в 4-х крупнейших мировых денежных центрах в последние годы растет быстрее, чем в 2002-2005 годах...



Ключевые события и ожидания года

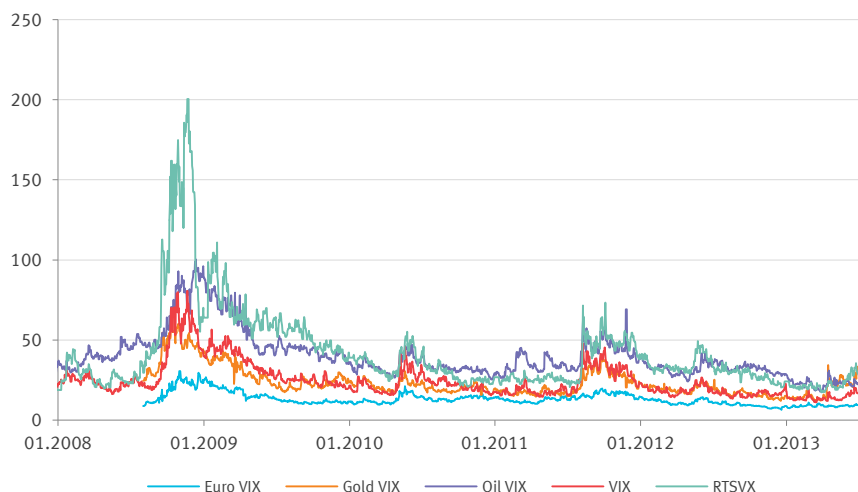
Дата/Период	Событие/Ожидание
16 декабря	Победа Либерально-Демократической партии на парламентских выборах в Японии, старт программы количественного ослабления (QE) Банка Японии
24 декабря	Завершение операции ФРС США Twist
2013	
01 января	Повышение требований к достаточности минимального капитала банков в рамках стандартов Базель III
30 января	Европейские банки начали досрочное погашение LTRO
05 февраля	Временное превышение потолка госдолга США до мая
07 февраля	Открытие доступа ОФЗ к системе Euroclear
15-16 февраля	Встреча министров финансов и глав центробанков G20
24-25 февраля	Парламентские выборы в Италии
25 февраля	Moody's снизило рейтинг Великобритании с AAA до Aa1
01 марта	Старт секвестра бюджета США
07 марта	Публикация результатов стресс-тестов банков США
16 марта	Кипр заявил о возможном списании средств по депозитам
17 марта	Завершение сессии ВСНП в Китае
25 марта	Одобрение ЕС плана реструктуризации банков Кипра
25-27 марта	Саммит стран BRICS в ЮАР
04 апреля	Объявление Банком Японии программы QE «2-2-2»
08 апреля	Старт сезона отчетности в США, отчет Alcoa
18-19 апреля	Встреча министров финансов и глав центробанков G20
18-19 апреля	Форум «Россия-2013»
18-20 апреля	Президентские выборы в Италии
21 апреля	Fitch снизило рейтинг Великобритании с AAA до AA+
25 апреля	Заседание Банка Японии
26 апреля	Первая оценка ВВП США в 1-м квартале
15 мая	Пересмотр структур глобальных индексов MSCI
17 мая	Глава Банка Японии Харухико Курода заявляет о контроле за волатильностью госдолга
19 мая	Рассмотрение отложенного вопроса потолка госдолга США
22 мая	Публикация протоколов ФРС США с намерениями о прекращении программы QE3
31 мая	Саммит стран ОПЕК в Вене
17-18 июня	Саммит G8 в Белфасте
19-21 июня	Международный экономический форум (Санкт-Петербург)
24 июня	Вступление в должность главы ЦБ РФ Эльвиры Набиуллиной

24 июня	Объявление о перезапуске программы льготного автокредитования в России
25-26 июня	Временный кризис ликвидности на межбанковском рынке в Китае
04 июля	Свержение президента Мурси в Египте
08 июля	Старт сезона отчетности в США, отчет Alcoa
11 июля	Речь Бена Бернанке в Кембридже, публикация протокола заседания FOMC
12 июля	Заседание Банка России по ставкам
15 июля	Прогноз мирового спроса на нефть в 2014 году от IEA
18 июля	Объявление приговора по делу Алексея Навального
30 июля	Заседание ФРС США
31 июля	Первая оценка ВВП США во 2-м квартале
01 августа	Заседание ЕЦБ
15 августа	Пересмотр структур глобальных индексов MSCI
август	Представление программы стимулирования экономики правительства Японии
август	Представление новой программы развития Китая
конец августа	Начало покупок валюты Минфином России на открытом рынке
02 сентября	Отмена режима ТО на Московской бирже, полный переход на режим Т+2
05 сентября	Саммит G20 (Санкт-Петербург)
17 сентября	Экспирация фьючерса на индекс РТС (сентябрь)
20 сентября	Экспирация фьючерса на индекс S&P500 (сентябрь)
22 сентября	Парламентские выборы в Германии
07 октября	Старт сезона отчетности в США, отчет Alcoa
30 октября	Первая оценка ВВП США в 3-м квартале
15 ноября	Пересмотр структур глобальных индексов MSCI
16 декабря	Экспирация фьючерса на индекс РТС (декабрь)
20 декабря	Экспирация фьючерса на индекс S&P500 (декабрь)
2014	
7-23 февраля	Зимние олимпийские игры в Сочи
март	Ожидаемое завершение программы QE3
12 июня	Старт чемпионата мира по футболу в Бразилии
сентябрь	Ожидаемый старт цикла роста ставок в США

Лето. Политика. Всплеск кошмаров как повод купить

Летний период традиционно является сезоном отпусков. Покупатели уходят с рынков, ликвидность падает, растет волатильность. Текущий год не стал исключением. После слов Бена Бернанке 22 мая о возможностях сворачивания программы QE3 уже в 2013 году многие инвесторы решили зафиксировать прибыли в рискованных активах, руководствуясь принципом “Sell in May and go away” (“Продавай в мае и уходи с рынка”).

...в летний период покупатели уходят с рынков, ликвидность падает, растет волатильность...



Совсем не удивительно, что после ухода покупателей на рынках начали возникать ситуации финансовых и политических кошмаров, которые ранее находились на втором и третьем планах.

Внезапно мы стали наблюдателями массовых волнений в Турции, Бразилии, Индонезии, вспыхнувших, как могло бы показаться со стороны, на пустом месте. Продолжающиеся волнения в Египте привели к свержению военными президента Мурси и спекуляциям вокруг будущей судьбы Суэцкого канала. Ажиотаж вокруг выборов в Иране вновь поставил ребром вопрос о ситуации в Сирии. На июньском саммите G8 в Белфасте этот вопрос стоял в центре встречи. Россия противостояла всем остальным участникам «восьмерки», отстаивая позиции текущего сирийского руководства, и фактически противостояла успешно.

На финансовых фронтах сезонные кошмары также проявляют себя в полной красе. С

конца мая усилился процесс локальной девальвации сырьевых валют и валют развивающихся стран (в том числе и рубля).

В конце июня произошел кризис ликвидности на межбанковском рынке Китая. Ставки SHIBOR, находившиеся в начале мая на уровне 3,5%, 25 июня внутри дня взлетали выше 20%. 25 июня композитный индекс Шанхайской фондовой биржи упал на -5%. 26 июня падение составило более 6%, но под конец торгового дня весь обвал на рынке был выкуплен. После этого на сцене появился Народный Банк Китая, который цинично объяснил временные высокие ставки межбанковского рынка сезонными причинами и пообещал впредь снабжать рынки ликвидностью более исправно. Для держателей маржинальных позиций в китайских акциях такое объяснение вряд ли оказалось сильным утешением.

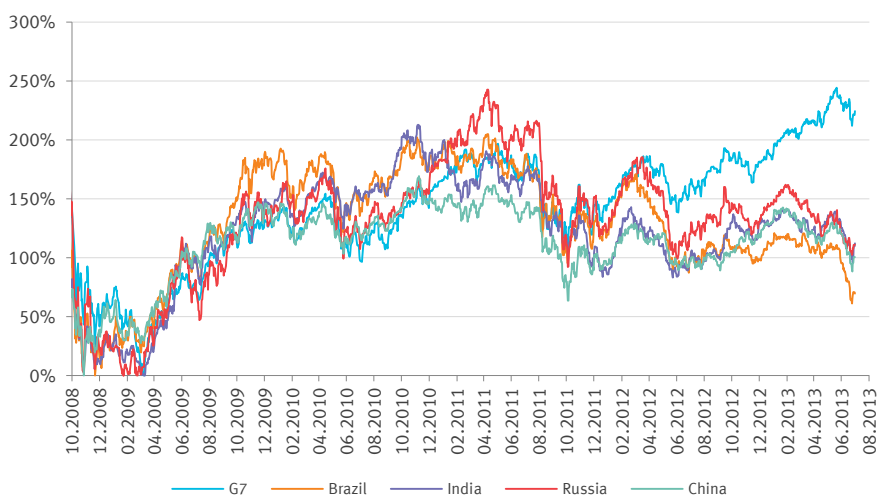
На американском рынке также якобы внезапно вновь поднялась тема плохих муниципальных долгов. 15 июня чрезвычайный внешний управляющий Детройта ввел мораторий на выплаты части долга и предложил кредиторам частичную компенсацию. Фактически город тем самым объявил себя банкротом.

Европейские финансовые проблемы также активизировались. Международный Валютный Фонд предъявил угрозы Греции, что может не дать очередной транш помощи в размере 3-4 млрд долларов из-за неудовлетворительной работы правительства. В течение 3-х месяцев Греции будет необходимо найти дополнительные 1,8 млрд евро. Вполне вероятно, что очередные трения МВФ могут возникнуть и с Кипром. Рейтинговые агентства Standard & Poor's и Fitch понизили рейтинг страны до дефолтного уровня в ответ на решение страны о принудительной реструктуризации краткосрочных госдолгов в размере 1 млрд евро. Раскол правящего кабинета в Португалии привел к политическому кризису, вследствие чего рейтинговое агентство Standard & Poor's снизило рейтинг страны до уровня ВВ с негативным прогнозом. Заодно рейтинговое агентство снизило рейтинги европейским банкам Barclays, Credit Suisse, Deutsche Bank, ряду американских банков, а агентство Moody's порезало рейтинги российских Сбербанка, ВТБ, ВТБ24 и РСХБ. Ожидаемым негативом остается возможное снижение агентством Standard & Poor's суверенного рейтинга Великобритании на одну ступень вниз с максимального уровня AAA (агентства Fitch и Moody's уже сделали это ранее).

В дополнение к политическим и финансовым кошмарам этого лета добавился и шпионский скандал. Бывший сотрудник Агентства Национальной Безопасности США Эдуард Сноуден раскрыл мировой общественности детали глобальной системы электронного слежения АНБ PRISM. В результате его паспорт был аннулирован американскими властями, но сам шпион успел перелететь в Россию, поселившись в транзитной зоне аэропорта Шереметьево. Шпионский скандал перерос в дипломатический после того как по настоянию посла США в Австрии самолет президента Боливии Эво Моралеса, возвращавшегося с саммита «газового ОПЕК» в Москве, принудили сесть в Вене для досмотра по подозрению в тайной перевозке Сноудена.

Так или иначе, уже сейчас можно утверждать, что нынешнее лето выдалось плодотворным на финансовые и политические скандалы. В такой ситуации имеет смысл постепенно присматриваться к покупке наиболее перспективных с инвестиционной точки зрения активов. Как уже не раз повторял мультимиллиардер Уоррен Баффет, «имеет смысл быть жадным, когда другие напуганы и пугаться, когда другие жадны». В отношении российского финансового рынка пока нет уверенности в том, что пик пессимизма уже пройден, но в ближайшие 2 месяца вероятно мы его достигнем.

...после нескольких лет консолидации цены на фондовые активы стран BRIC вновь становятся интересными...

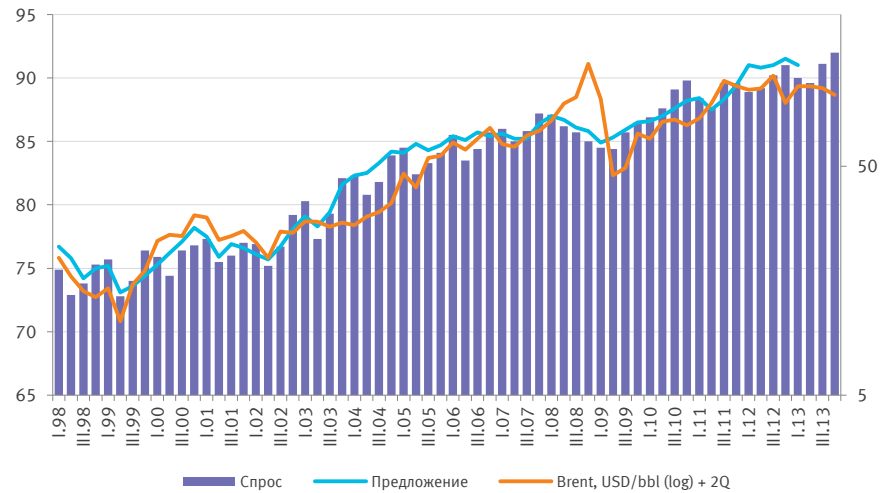


Товарные рынки

Спекуляции вокруг Сирии, Египта и судьбы Суэцкого канала вновь подтолкнули вверх цены на «черное золото». С момента запуска трубопровода Seaway в США спред между

...долгосрочная фундаментальная картина указывает на возможности роста цены на нефть марки Brent в район USD150 за баррель...

марками нефти Brent и WTI начал сходить и сейчас уже вошел в средний исторический коридор колебаний плюс-минус 5 долларов. В конце мая ОПЕК не стал увеличивать квоты на добычу нефти, так как в очередной раз к заседанию картеля нефть вышла на комфортный уровень в районе USD100 за баррель.

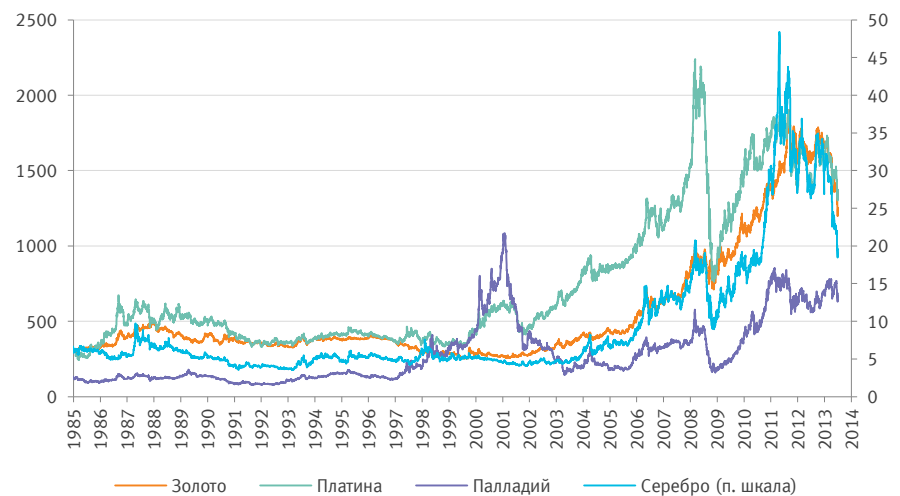


Долгосрочная фундаментальная картина указывает на возможности роста цены на нефть марки Brent в район USD150 за баррель, но текущая неопределенность на товарных рынках в целом может отложить этот рост. Ключевой для рынка нефти станет публикация первых прогнозов мирового спроса на 2014 год от Международного Энергетического Агентства (IEA), которая ожидается в первые недели июля.

Рынок драгоценных металлов в этом году находится под сильным давлением. После чрезмерного ажиотажа покупателей осенью 2011 года цены на золото, платину и серебро более года находились в широкой консолидации. На объявлении запуска QE3 в сентябре прошлого года цены начали снижение более активными темпами. После выхода цен из диапазона широкой консолидации вниз на рынке начались массовые панические распродажи. С апреля по июль цена на золото опустилась с 1600 до 1200 долларов. Опционная волатильность по золоту выросла до нормальной для товарных активов (ранее она выглядела сильно заниженной). Из фондов ETF золота и серебра прошел рекордный отток средств портфельных инвесторов, значительная часть которых заходила в 2011 году.

В долгосрочной перспективе мы остаемся оптимистами в отношении перспектив роста цен на золото. Ожидаемое ускорение темпов глобального роста и инфляции, смена концепции в отношении цикла процентных ставок в США в пользу роста и приближительная модель ФРС, которую мы описывали выше, рисуют вероятность многократного роста цен на драгоценные металлы в длительной перспективе даже несмотря на уже прошедший сильный рост в 2000-е годы.

...ожидаемое ускорение темпов глобального роста и инфляции, смена концепции в отношении цикла процентных ставок в США в пользу роста и модель ФРС рисуют вероятность кратного роста цен на драгоценные металлы в длительной перспективе даже несмотря на уже прошедший сильный рост в 2000-е годы...



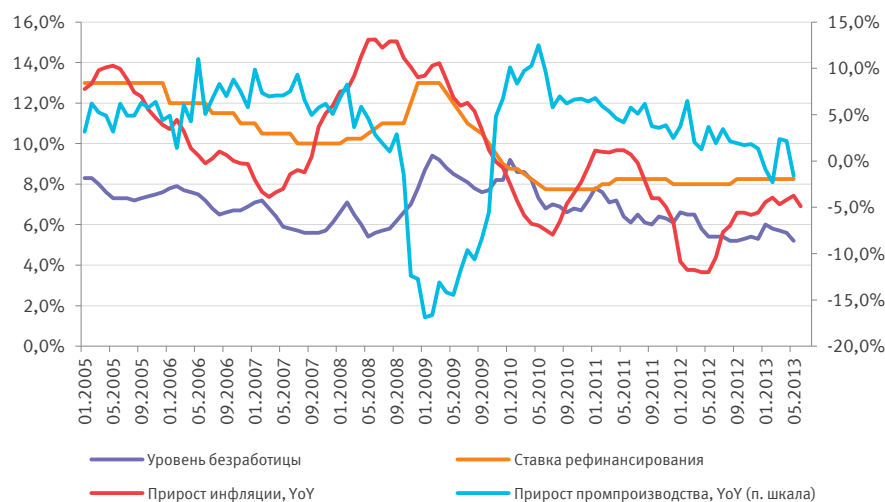
Впрочем, в ближайший год до поднятия ставок в США рынок драгоценных металлов и товарные рынки в целом могут продолжать испытывать давление. После пробития вниз уровня USD1300 за тройскую унцию, трейдеры по золоту начали отмечать покупки со стороны Народного Банка Китая. Сейчас в китайских золотовалютных резервах, которые являются крупнейшими в мире, доля «вечного металла» составляет лишь 2%. У Саудовской Аравии и Японии, чьи резервы также являются крупнейшими в мире, эта доля

тоже не превышает 2%. То есть фактически наиболее крупные деньги в мире еще и не начали толком покупать золото. Трудно сказать, какими именно будут минимальные уровни цен на золото в ближайший год. Ряд экспертов указывает уже на уровень USD1200. По расчетам при уровне USD1000 за тройскую унцию инвестиции в золотодобывающую отрасль могут полностью остановиться, а при уровне USD700 подавляющее большинство компаний станут хронически убыточными. Акции золотодобывающих компаний уже подверглись опережающей распродаже. Сейчас индекс AMEX Gold BUGS отражает стоимость акций компании исходя из цен на золото в районе USD700-800. Мы сомневаемся, что до подъема ставок в США золото успеет снизиться ниже USD1000 за тройскую унцию, и считаем покупки акций наиболее эффективных производителей драгоценных металлов лучшей инвестиционной идеей на рынке на горизонте до 4-х лет.

Российская экономика и финансовые рынки

Замедление темпов роста российской экономики продолжается 6-й квартал подряд. Выручка крупнейших российских экспортеров остается завязанной на страны ЕС и Китай и падение темпов роста в этих регионах напрямую сказывается на состоянии экономики России. Годовой прирост промышленного производства в мае второй раз за год вышел в отрицательную область. Пока что февральские и майские негативные значения прироста можно списать на сезонность и низкое число рабочих дней в эти месяцы, но уже июньские показатели могут поставить окончательную точку в сомнениях. Аккуратная девальвация рубля пока приносит свои плоды – российский индекс HSBC PMI в промышленности немного поднимается в последние месяцы, но данные PMI в секторе услуг показали сильное падение в июне с 51,4 до 48,8 пунктов. Таким образом, по мнению экономистов банка HSBC, 33-месячная серия постоянного расширения в российском секторе услуг приостановилась.

...российское промышленное производство нуждается в денежном стимулировании, но тренды по инфляции и безработице пока не позволяют вступить в игру Банку России...

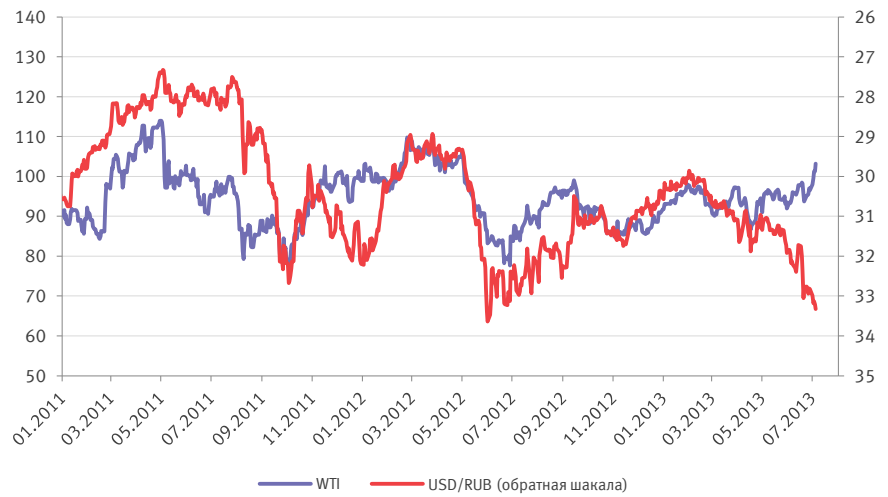


О необходимости стимулирующих мер для российской экономики сейчас уже не говорит только ленивый. Между тем, реальных мер пока что не принималось. Конкретные решения по денежному стимулированию пока были приняты лишь в отношении валютных интервенций. По планам в конце августа Минфин выйдет с покупками доллара США на открытом рынке (ранее он покупал валюту напрямую у ЦБ). Такую тактику многие наблюдатели уже окрестили «русским QE», так как министерство фактически будет предоставлять рублевую ликвидность на открытом рынке в обмен на традиционно «безрисковый» с точки зрения российских компаний инструмент – доллар США. Две недели назад правительство также объявило о перезапуске льготного автокредитования.

12 июля Банк России соберет очередное заседание по процентным ставкам, но мы пока что не ожидаем каких-либо серьезных уступок здесь со стороны денежного регулятора. Хотя новая глава ЦБ Эльвира Набиуллина исповедуют немногим более либеральные взгляды на денежную политику, чем ушедший Сергей Игнатьев, в целом можно ожидать, что принципы денежного регулирования сохранятся прежними. С высокой вероятностью Банк России может начать снижение ставок ближе к осени, после того как убедится, что повышение тарифов в середине года не помешало формировать общий тренд на снижение цен. Кроме того, центральный банк пока продолжает настаивать на том, что текущие уровни безработицы остаются довольно низкими и мешают росту производительности в экономике.

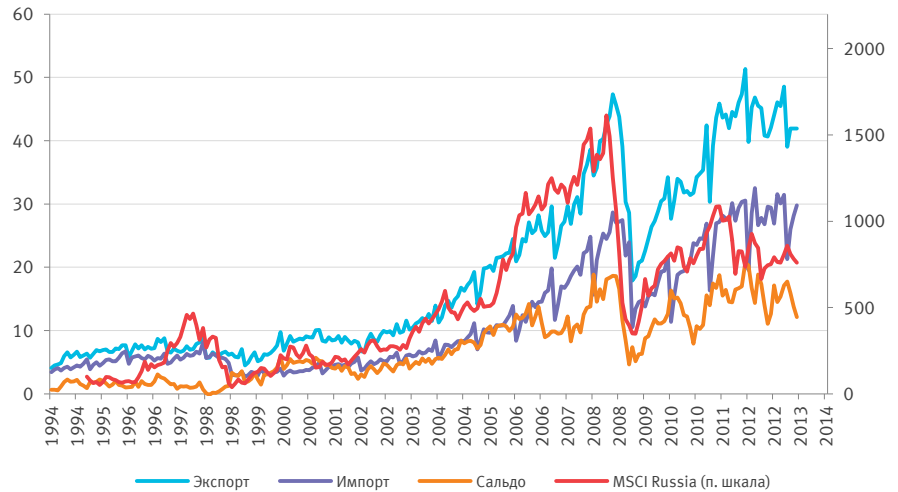
Продолжавшееся в течение года бегство капитала из России и переход крупных резидентов на локальную игру против рубля привел к существенному расхождению между динамикой цен на нефть и курсом российской валюты к доллару США за последние месяцы. По нашим оценкам, фактически сейчас можно говорить о том, что в текущий курс рубля заложено возможное падение цен на нефть до USD65 за баррель. При этом текущая цена нефти марки WTI составляет USD103, нефти марки Brent USD108.

...сейчас можно говорить о том, что в текущий курс рубля заложено возможное падение цен на нефть до USD65 за баррель. При этом текущая цена нефти марки WTI составляет USD103, нефти марки Brent USD108...



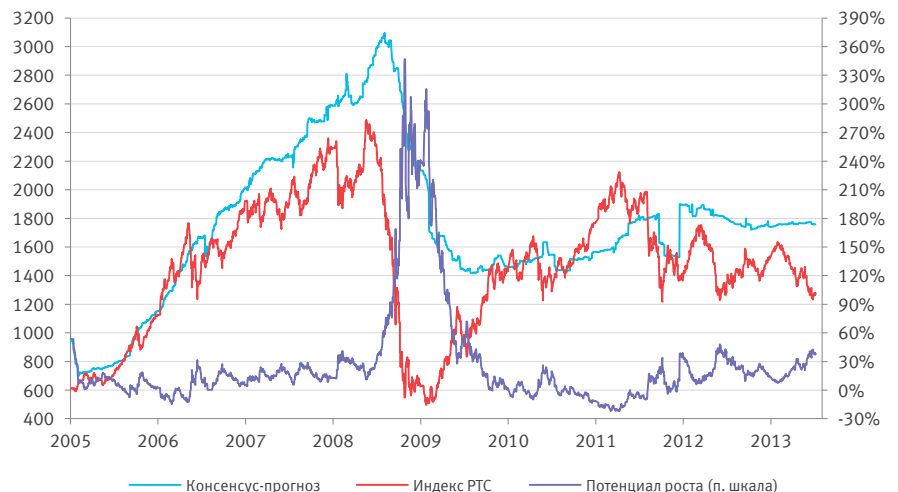
А российская нефть Urals, которая раньше торговалась с дисконтом в 4 доллара к нефти Brent, сейчас продается в Европу с премией к нефти Brent в 60-70 центов (как результат переориентации части потоков российской нефти в Китай). На наш взгляд, текущая ситуация делает рубль уже очень интересным к покупке в долгосрочной перспективе, даже несмотря на возможное в ближайшие месяцы падение цен на «черное золото».

...российский торговый баланс сохраняет позитивную динамику даже без учета ожидаемых положительных эффектов от девальвации...



Впрочем, мы не исключаем, что в июле-августе курс доллар/рубль может в моменте достичь уровня 34, который будет приблизительно соответствовать верхней границе коридора интервенций Банка России по бивалютной корзине евро-доллар. Пока же российские чиновники проводят словесные интервенции с целью погашения излишней волатильности на валютном рынке.

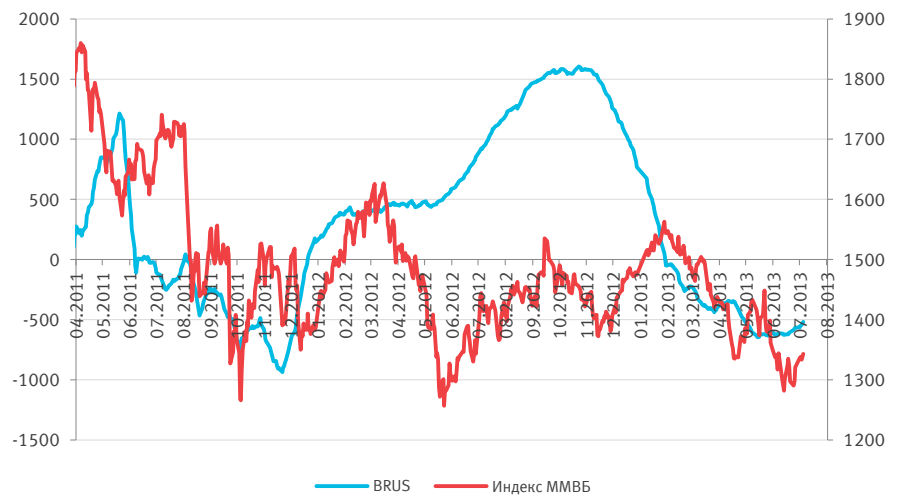
...потенциал роста российских акций к текущим годовым фундаментальным целям уже вновь становится интересным для покупки...



Российские фондовые индексы с начала года потеряли уже более 20%, потенциал роста российских акций к текущим годовым фундаментальным целям уже вновь становится

интересным для покупки. Между тем, текущая картина рынка все еще внушает нам некоторое недоверие своей незавершенностью. С весны этого года мы наблюдаем бегство портфельных спекулянтов из российских активов, при этом в торговых стаканах Московской биржи наблюдается растущий на падении спрос на акции со стороны крупных резидентов. Рейтинговое агентство Standard & Poor's на днях подтвердило России текущий рейтинг со стабильным прогнозом (также как и США), сняв один из факторов риска. Кроме глобальных рисков, которые повысились этим летом, и рисков российской экономики в ближайшие недели могут возникнуть и политические риски. На днях завершился суд над одним из лидеров российской радикальной оппозиции Алексеем Навальным. 18 июля состоится оглашения приговора, и если в нем будет предусмотрена мера наказания в виде лишения свободы оппозиционера (как того требует прокурор сроком на 6 лет), то такой приговор может вызвать очередной всплеск политической нестабильности и массовые волнения.

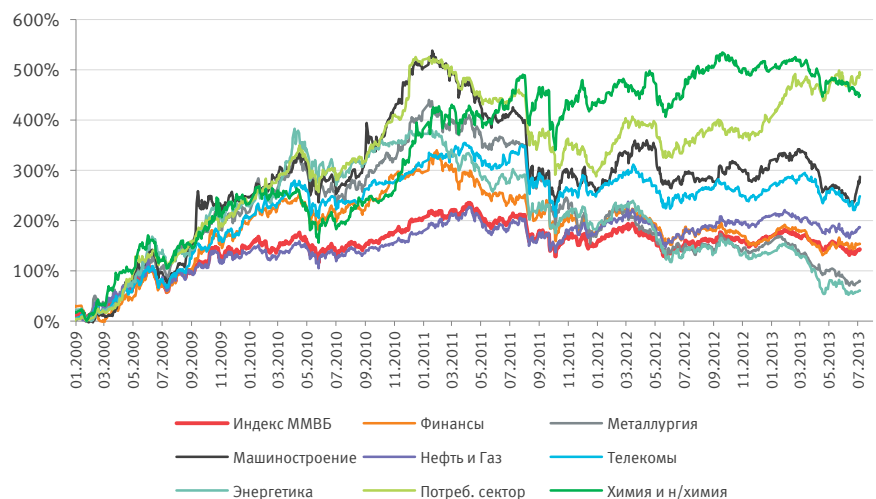
...уровень пессимизма на российском рынке позволяет говорить о возможностях для среднесрочных покупок...



Тем не менее, уже сейчас многие финансовые инструменты на российском рынке являются интересными к покупке. Цена на длинные рублевые ОФЗ 26207 в мае снижалась почти на -12%. Доходность длинного конца кривой ОФЗ доходила до 8,5%. Спред суверенных еврооблигаций Россия-2030 к аналогичным по дюрациям обязательствам Казначейства США в конце июня также расширился до привлекательных уровней (хотя в июле-августе было бы желательно увидеть более интересные уровни). В конце июня ВТБ и ПИК привлекли в капитал дополнительные масштабные средства инвесторов путем размещения дополнительных эмиссий акций. На экономическом саммите в Санкт-Петербурге Роснефть заключила 25-летнюю сделку с китайской стороной объемом USD250 млрд с авансом в USD60 млрд.

Все эти моменты уже сейчас являются сильным позитивом для рынка. Кроме того, стоит отметить, что за последние годы было также много сделано для улучшения финансовой инфраструктуры рынка и облегчения доступа внешних инвесторов на российский рынок. Российские компании, имеющие листинг на Московской бирже, теперь обязаны публиковать отчетность по МСФО. С сентября завершится полный переход режимов торгов с T0 на удобный для иностранцев T+2. Впереди Россию ожидает открытие доступа Euroclear к российским корпоративным облигациям и акциям, вероятное повышение суверенных рейтингов. Остается дождаться только наиболее удачной точки для входа.

...лучшими секторами на российском рынке за последние годы остаются сектор химии и нефтехимии, а также потребительский сектор...



Наиболее интересные российские акции к покупке

Акция	Описание преимуществ
Нефтегазовый сектор	
Роснефть АО	После поглощения ТНК-ВР Роснефть стала крупнейшей компанией в мире по добыче нефти, обогнав по этому показателю Exxon Mobil. В результате бегства капиталов с развивающихся рынков российские нефтяные компании сейчас торгуются с существенными дисконтами к аналогам на развитых рынках. При реализации инфляционного сценария развития глобальной экономики спрос на лучшие нефтяные компании развивающихся рынков может сильно вырасти. Предстоящая приватизация государственного пакета акций создаст предпосылки для роста free-float акций компании и существенного расширения доли компании в индексах MMBB/PTC, MSCI. Прибыль компании может выигрывать от текущей девальвации рубля. На недавнем форуме в Санкт-Петербурге Роснефть заключила с китайской стороной 25-летнюю сделку объемом USD250 млрд с авансовым платежом в размере USD60 млрд.
Сургутнефтегаз АО, АП	Рыночная капитализация компании находится на уровне свободных денежных средств компании. Таким образом, прибыльный бизнес компании сейчас оценивается рынком в 0. Сургутнефтегаз традиционно держит колоссальный объем накопленных денежных средств в долларах США, и прибыль компании выигрывает от текущей девальвации рубля.
Eurasia drilling	Несмотря на то, что добыча нефти у большинства крупнейших российских компаний с 2004 года растет низкими темпами, их затраты на новое бурение только растут. Eurasia drilling занимает центральное место на нефтесервисном рынке, получая заказы большинства крупнейших российских нефтяных компаний.
Металлы и добыча	
АЛРОСА АО	Крупнейшая в мире алмазодобывающая компания, захватывающая все новые сегменты в области переработки и торговли алмазами. В ближайшие годы правительство планирует поэтапно приватизировать доли Российской Федерации и Якутии в компании, что может существенно увеличить free-float. Бизнес компании сейчас не выглядит дорогим.
Polymetal International	На фоне снижения цен на драгоценные металлы в последние 2 года акции компаний, производящих золото и серебро, подверглись массивной распродаже. Сейчас, по нашим оценкам, акции мировых золотодобывающих компаний торгуются в среднем из расчета USD700-800 долларов за тройскую унцию. При этом сейчас золото торгуется на уровнях выше USD1200, и, на наш взгляд, снижение цен на «вечный металл» ниже USD1000 в ближайшие годы маловероятно. При реализации наиболее вероятного инфляционного сценария развития мировой экономики цены на драгоценные металлы имеют все шансы, наоборот,кратно вырасти. На Московской бирже Polymetal International в данный момент являются единственной крупной компанией в этом сегменте рынка. Компания занимает 5-е место в мире по производству серебра, и намеревается занять 2-е место по золотодобыче в России в текущем году.
Связь, IT, медиа	
Yandex	Одна из наиболее динамично развивающихся компаний на российском рынке. Российский Yandex и китайский Baidu остаются единственными успешными конкурентами Google на глобальном рынке. Как компания роста, Yandex оценивается рынком относительно дорого по мультипликаторам, но при сохранении высоких темпов роста такие мультипликаторы могут быть оправданными.
Армада АО	Армада входит в топ-20 российских IT-компаний, занимая 1-е место по разработке программного обеспечения среди системных интеграторов. Около 34% всех заказов компании формируют госзаказы, что страхует ее в кризисные моменты. За 2012 год выручка компании поднялась на +20%, при этом сейчас по мультипликаторам компания стоит очень дешево. Армада совсем не имеет долгов и ведет успешную политику постепенного поглощения конкурентов на рынке. В связи с дешевыми текущими котировками акций компании на рынке менеджмент Армады планирует начать процедуру обратного выкупа акций с рынка. Вступление в ВТО способствует развитию бизнеса Армады.
Потребительский сектор	
Дикси АО	Вторая по успешности бизнеса компания на российском рынке продуктового ритейла, которая сохраняет высокие темпы роста несмотря на замедление российской экономики. При этом по сравнительным мультипликаторам акции Дикси сейчас оценивают с существенным дисконтом к лидеру рынка – Магниту.
М.Видео АО	Сеть розничной продажи бытовой техники. Занимает максимальную долю на рынке Московского региона и высокую долю по России. Несколько месяцев назад компания заявила о поглощении второго по величине ритейлера в этом сегменте – сети Эльдорадо. После этой покупки М.Видео станет бесспорным лидером на российском рынке продаж бытовой техники. Вступление в ВТО способствует росту бизнеса компании. В прошлом году основной акционер М.Видео расширил free-float акций ритейлера на Московской бирже, и компания заплатила акционерам первые существенные дивиденды. Доходность декабрьских специальных дивидендов составила около 13%.
ПРОТЕК АО	Крупнейший российский фармдистрибьютор, который помимо оптовой торговли препаратами также контролирует сеть аптек Ригла и развивает собственное производство медикаментов. После IPO в 2010 году акции компании понесли существенные потери в результате падения нормы рентабельности. Между тем, компания продолжает демонстрировать все признаки динамичного роста бизнеса, а с прошлого года начала вновь быстро наращивать прибыльность. Осенью прошлого года менеджмент компании заявил о планах выкупа акций с рынка. Компания хорошо отчиталась за 1-й квартал несмотря на общее замедление российской экономики. Чистый долг ПРОТЕК уже несколько лет отрицательный.
Верофарм АО	Независимый фармпроизводитель, покупкой которого интересовалась АФК Система. Несмотря на сокращение выручки в 2012 году, компания продолжает показывать высокую норму EBITDA (28,8%), имеет низкую долговую нагрузку и относительно дешево оценена по мультипликаторам.
Машиностроение	
СОЛЛЕРС АО	Хотя за последний год продажи автомобилей в России падали, в июне этого года наметилась динамика их стабилизации. Продажи автопроизводителя СОЛЛЕРС

	снизились меньше, чем у основных его конкурентов. При перезапуске льготного автокредитования и возобновлении тенденции к росту продаж можно ожидать, что бизнес модель СОЛЛЕРСа будет обгонять другие компании.
Химия и нефтехимия	
Фосагро АО	Компания контролирует значительную долю рынка фосфорных удобрений в России, платит высокие дивиденды и демонстрирует неплохие отчеты. В случае инфляционного роста глобальной экономики компании сектора могут быть в числе основных бенефициаров такого сценария.
Акрон АО	Крупнейший производитель азотных и комплексных удобрений в России. Одна из наиболее прозрачных компаний, проводящих открытую и дружественную политику в отношении миноритарных акционеров. В ближайшие годы компания запускает собственное производство фосфатов и калийных удобрений. Проблемы с финансированием инвестиций компания закрыла в конце прошлого году.
НижнекамскНХ АО, АП	Динамично развивающаяся нефтехимическая компания, входящая в группу ТАИФ. Основные виды продукции – синтетические каучуки, пластики, мономеры. Относительно дешевая компания по рыночным мультипликаторам, платит неплохие дивиденды, имеет существенные перспективы расширения бизнеса.
Казаньоргсинтез АО	Торги акциями компании на Московской бирже характеризуются низкой ликвидностью, но фундаментальные показатели компании показывают как сохраняющиеся признаки роста бизнеса, так и относительно низкую оценку рынком. Как и другие компании сектора будет выигрывать в случае развития инфляционного сценария роста мировой экономики.
Электроэнергетика	
ТГК-1 АО	Несмотря на проблемы с тарифами в электрогенерации и общее замедление российской экономики, ТГК-1 увеличила производство электроэнергии на +7,1% в прошлом году, а в 1-м квартале 2013 года показала рост чистой прибыли на +24,7%. Около половины генерации в компании составляет гидрогенерация, что является хорошей альтернативой покупке акций Русгидро (доля гидрогенерации в выручке последней составляет по последним данным лишь 31%). Компания в ходит в состав Газпромэнергохолдинга.
ОГК-2 АО	После поглощения ОГК-6 компания вошла в число лидеров российского рынка по установленной мощности. При этом с учетом поглощения можно говорить о том, что сейчас акции ОГК-2 торгуются ниже минимальных кризисных уровней ноября 2008 года. В 1-м квартале компания показала рост выручки на +3,6% и рост прибыли в 4,1 раза. В ближайшие 2 года чистая прибыль ОГК-2 может продолжать кратно увеличиваться. Компания входит в состав Газпромэнергохолдинга.
Транспорт	
Аэрофлот АО	Объем пассажирских авиаперевозок еще далек от уровней, наблюдавшихся перед распадом Советского Союза, и последние годы продолжает демонстрировать высокие темпы роста. В мае рост пассажироперевозок Аэрофлота составил +20,3% в годовом выражении при высокой доле компании на рынке в размере 26,4%. В последние месяцы разрешились противоречия с пакетом акций, принадлежащих бизнесмену Лебедеву. В ближайшие годы Аэрофлот может получить листинг на Лондонской бирже, и компанию ожидает приватизация части государственного пакета акций. Потенциальную угрозу прибыльности компании может представлять ожидаемое снижение платы зарубежными перевозчиками за пролеты над территорией России.
Транснефть АП	Основной темой в отношении привилегированных акций Транснефти остается предстоящая приватизация части пакета обыкновенных акций государства. Инвесторы могут играть на потенциально высоком дисконте привилегированных акций к обыкновенным.
НМТП АО	Крупнейшая стивидорная компания в России и Восточной Европе, высоко rentable бизнес. После поглощения Приморского порта бизнес компании увеличился почти в 2 раза, но резко увеличилась долговая нагрузка. Тем не менее, после нескольких лет эта нагрузка уже существенно снизилась. Впереди компания ожидает приватизация госпакета ее акций.
Финансовый сектор	
Банк С-Пб АО	Акции Банка Санкт-Петербург сильно продавали на фоне проблемного кредита крупного клиента компании и ожидания конвертации привилегированных акций типа «А» в обыкновенные. Между тем, банк уже понес предполагаемые убытки, конвертировал акции и показал сильный отчет за 1-й квартал. Показатель P/BV на уровне 0,3 указывает на относительно низкую рыночную оценку банка относительно своих конкурентов.
Московская биржа АО	Царица финансовой инфраструктуры России. Обороты биржи продолжают расти высокими темпами, и они слабо реагируют на экономические циклы ввиду того, что на бирже торгуются как ценные бумаги, так и валюта, и производные инструменты. При развитии инфляционного сценария развития глобальной экономики, успешном пересмотре рейтинга России вверх и полном допуске Euroclear к различным секторам российского фондового рынка, Московская биржа может стать одним из главных бенефициаров такого сценария. Высокая рентабельность.
Строительство и девелопмент	
ЛСР АО	Крупнейший девелопер и производитель строительных материалов в Северо-западном регионе. После кризиса компания начала экспансию в другие регионы. Рост заказов на 40-80% в последние годы и хорошая финансовая история компании.
ПИК АО	Несмотря на существенный рост заказов в последние годы, группа ПИК после кризиса испытывала сильный недостаток в собственном капитале. Периодически собственный капитал компании уходил в отрицательную область. Между тем, в конце мая ПИК привлек дополнительные капиталы со стороны мажоритарных акционеров и с открытого рынка. Торгуясь возле уровней номинала акции компании представляют отличные возможности для долгосрочных инвестиций.
Мостотрест АО	Крупнейшая компания инфраструктурного строительства с большой книгой заказов, которая будет выигрывать от постепенного перехода России к инвестиционной модели развития.

Константин Бушуев
Начальник отдела анализа рынков

Дополнительные комментарии, а также помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания (тариф «Личный брокер») <http://www.open-broker.ru/ru/investing/accounts-products/invest-consultant/>

УПРАВЛЕНИЕ КЛИЕНТСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Ближайший офис: <http://www.open-broker.ru/ru/why/geography/>
 +7 (495) 232-99-66
 8 800 200-99-66 – бесплатный номер для всех городов РФ
clients@open.ru

Отдел продаж г. Москва
 +7 (495) 223-02-02
 открытие счетов, консультации по продуктам и услугам
salesoffice@open.ru

УПРАВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОГО КОНСУЛЬТИРОВАНИЯ**Отдел персонального
брокерского обслуживания**

Борис Блохин
Начальник отдела

Николай Рузайкин
Зам. начальника отдела

+7 (495) 777-34-87
<http://www.open-broker.ru/ru/investing/accounts-products/invest-consultant/>

Отдел анализа рынков

Константин Бушуев
Начальник отдела, макроэкономика,
глобальная стратегия

Алексей Павлов
Главный аналитик, акции, облигации

Специальные проекты

Андрей Кочетков
Пульс рынка

Оксана Лукичева
Аналитик, товарные рынки

Глеб Мордвинов
Аналитик

Павел Зайцев
Срочный рынок

ОАО «БРОКЕРСКИЙ ДОМ «ОТКРЫТИЕ» © 2013

Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены. ООО «Финансовая корпорация «ОТКРЫТИЕ» (далее – «Компания»).

ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.