

Российские акции / Удобрения

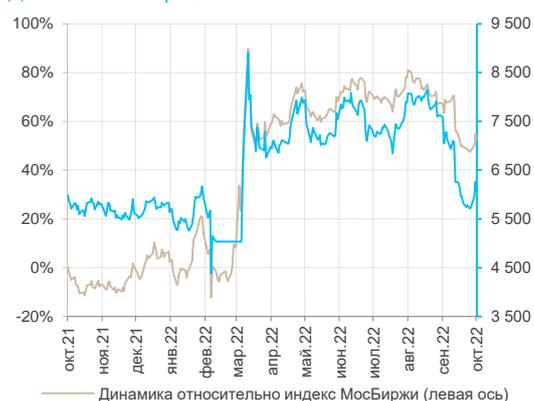


## «ФосАгро» Плодородные инвестиции

BUY

ФосАгро	PHOR
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	₽8300
Цена сделки	₽6305
Потенциал роста	32%
Инвестиционный горизонт	12 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	7%
Капитализация	₽788 млрд
Среднедневной оборот	₽0,474 млрд

### Динамика котировок



### Основные финансовые показатели

Отчётный год	2021	2022П	2023П
<b>Финансовые показатели</b>			
Выручка, ₽ млрд	420	591	457
Выручка, г/г	66%	41%	-23%
ЕБИТДА, ₽ млрд	192	278	169
ЕБИТДА, г/г	124%	45%	-39%
Чистая прибыль, ₽ млрд	130	231	111
Чистая прибыль, г/г	666%	78%	-52%
<b>Кэффициенты и мультипликаторы</b>			
Рентабельность ЕБИТДА	46%	47%	37%
Чистый долг / ЕБИТДА	0,8x	0,2x	0,4x
Р/Е	5,8x	3,2x	6,7x
EV/ЕБИТДА	4,7x	2,9x	4,8x
<b>Дивиденды</b>			
Дивиденд на акцию, ₽	885	1 083	526
Див. доходность	15%	19%	9%

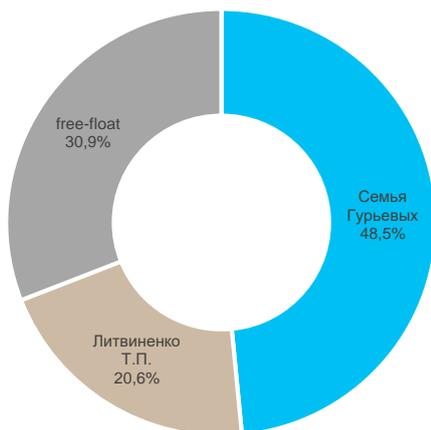
Источники: Данные компании, расчеты Открытие Research

- «ФосАгро» — российская химическая компания, входит в топ-5 крупнейших мировых игроков на рынке минеральных удобрений по объему производственных мощностей. Компания реализует широкую продуктовую линейку фосфатных и азотных удобрений, при этом основная часть выручки компании (более 70% в 2021 г.) генерируется на внешних рынках.
- Конкурентные преимущества «ФосАгро» формируются за счёт наличия собственной уникальной ресурсной базы минеральной руды, высокого уровня вертикальной интеграции бизнеса и эффективного управления издержками. За счёт данных факторов «ФосАгро» стабильно генерирует более высокую операционную маржу в сравнении с глобальными конкурентами, что позволяет акциям компании рассчитывать на премию в мультипликаторе стоимости.
- Конъюнктура на глобальном рынке удобрений остаётся благоприятной для бизнеса «ФосАгро» — цены на ключевые удобрения находятся на многолетних максимумах, а ограничения со стороны предложения вряд ли разрешатся в ближайшем будущем, что ограничивает потенциал ценового снижения. Таким образом, несмотря на укрепление рубля в II полугодии, финансовые результаты компании за весь 2022 г. побьют многолетние рекорды, и вероятно, сохранятся на высоком уровне в 2023 г.
- В сегодняшних реалиях акции «ФосАгро» предлагают инвесторам очень высокую дивидендную доходность, что вместе со стабильной регулярностью выплат выгодно выделяет данные бумаги на фоне акций большинства других публичных российских компаний.
- Проведённая нами оценка позволяет говорить о том, что справедливая стоимость одной акции PHOR составляет 8300 руб. Это подразумевает потенциал роста на 32% к текущим рыночным котировкам и соответствует рекомендации ПОКУПАТЬ.

### О компании

ПАО «ФосАгро» — российская вертикально-интегрированная компания, один из ведущих мировых производителей фосфорсодержащих (80% в структуре выручки в I полугодии 2022 г.) и азотных удобрений (17%). Активы компании включают горнодобывающие и перерабатывающие предприятия на северо-западе и центре РФ, собственную логистическую инфраструктуру и сеть дистрибуции, а также НИИ по разработке новых удобрений. Компании принадлежит крупнейшее в мире предприятие по производству высокосортного фосфатного сырья (содержание P2O5 более 39% против в среднем около 30% у ближайших конкурентов) и единственное в РФ производство нефелинового концентрата. Минерально-сырьевая база «ФосАгро» является одной из наиболее качественных в мире, срок использования запасов оценивается примерно в 60 лет. В 2021

Диаграмма 1. Структура акционеров «Фосагро»



Источники: Данные компании, расчеты Открытие Research

г. «ФосАгро» произвела 10,3 млн тонн и реализовала 10,4 млн тонн удобрений.

Компания провела IPO на Лондонской фондовой бирже в 2011 г. (сейчас торги ее бумагами там приостановлены) и имеет листинг на Московской бирже. Основными бенефициарами «ФосАгро» являются Андрей Гурьев и его семья (совокупно владеют менее 50% капитала). Порядка 31% акций находятся в свободном обращении (см. диаграмму 1).

Хотя А. Гурьев находится под санкциями и покинул пост гендиректора в марте 2022 г., ограничения Минфина США не распространяются на сам бизнес «ФосАгро», поскольку власти США не препятствуют поставкам российских удобрений и зерна на мировые рынки и не распространяют свои санкции на данную сферу. В свою очередь, Евросоюз не вводил эмбарго на ввоз российских удобрений (в отличие от стали и угля). В основном наложенные ограничения в виде квот касаются импорта калийных и сложных удобрений. Причём сами по себе квоты, де-факто, сопоставимы с обычными ежегодными объёмами поставок в Европу, т.е. не предполагают каких-либо серьёзных ограничений. Более того, в седьмом пакете санкций ЕС упростил торговые операции с РФ, которые касаются сельскохозяйственной и продовольственной продукции, включая пшеницу и удобрения. Таким образом, можно полагать, что производство удобрений остается одной из немногих экспортных отраслей, которая вряд ли попадет под санкции с учётом текущих дефицитов на рынке и растущего спроса.

### Финансовые показатели

Четырехкратный рост объемов выручки «ФосАгро» за последние 10 лет стал возможен не только благодаря благоприятной ценовой конъюнктуре, но и в результате реализации масштабной программы модернизации и расширения производственных мощностей. При этом и ассортиментная матрица сильно эволюционировала в сторону высокомаржинальных видов удобрений. За последние 10 лет «ФосАгро» в 2 раза нарастила производство фосфатных удобрений, и в 2,7 раза — азотных удобрений. При этом компания сохраняет эффективный баланс между развитием (кумулятивный размер капвложений за 10 лет — более 340 млрд руб.), выплатами акционерам (более 240 млрд руб. за 10 лет) и долговой нагрузкой (с 2008 года левверидж не превышал 2,5x чистый долг/ЕБИТДА).

В текущем году «ФосАгро» продолжает извлекать выгоду из текущей благоприятной ценовой конъюнктуры на удобрения, а также наращивать объёмы реализации в натуральном выражении (общий рост продаж удобрений продукции за 6 месяцев 2022 г. составил 5,7 млн тонн, +10,2% год к году). В результате выручка за январь - июнь 2022 г. достигла 337 млрд руб. (+91% г/г), а ЕБИТДА увеличилась на 124% г/г до 165 млрд руб.

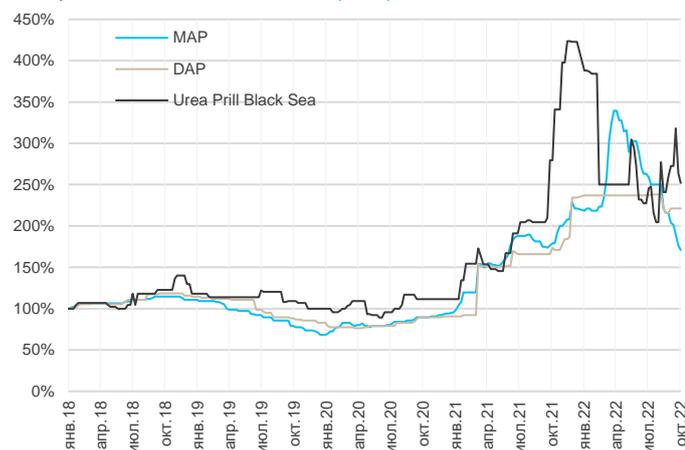
Во втором полугодии 2022 г. на глобальных рынках удобрений наблюдается высокая ценовая волатильность, и, хотя цены здесь в целом откатились от недавних максимумов, с точки зрения исторической ретроспективы они остаются на очень высоких уровнях. В то же время, например, азотные удобрения вновь начали дорожать, поскольку сокращения производств в Европе в следствие рекордных цен на природный газ наложились на сезонный спрос. На рынке фосфорных удобрений также наступает период высокого спроса в Южной Азии и Латинской Америке, и данный фактор, безусловно, также поддержит цены на удобрения.

В октябре Минфин РФ анонсировал введение в следующем году дополнительной налоговой нагрузки на производителей удобрений. Ведомство предполагает установить уровень «отсечки» экспортных цен, при превышении которого в 2023 г. производителям удобрений придется платить экспортные пошлины. Данная «отсечка» для фосфорных и азотных удобрений составит \$500/т, для калийных — \$400/т. Ставки пошлин правительство пока не раскрывало, однако, как сообщалось, совокупные изъятия в 2023 г. запланированы на уровне 100 млрд руб., что примерно соответствует 11% выручки трёх крупнейших в РФ производителей удобрений за 2021 г. В любом случае, мы не ждем драматического эффекта для бизнеса «ФосАгро», поскольку конечные параметры для введения пошлин будут определяться исходя из минимальных цен, необходимых для новых инвестиций, а сами пошлины будут носить временный характер. Вдобавок негативный эффект, по крайней мере частично, может быть компенсирован индексацией внутренних цен на удобрения (три этапа в 2022 г., последний — в декабре, предполагает рост цен на 8,4% на все виды удобрений, кроме селитры), которые были «заморожены» на уровнях мая-июля 2021 г. как мера поддержки сельхоз сектора.

### Инвестиционные тезисы

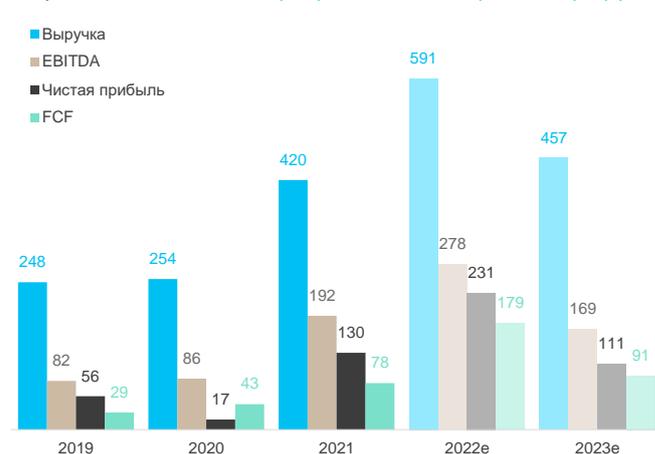
- Цены на удобрения по-прежнему высокие, а конъюнктура рынка остается выгодной для производителей. Цены на удобрения резко выросли еще в 2021 г. (см. диаграмму 2) в первую очередь из-за увеличения стоимости энергоносителей, роста логистических расходов, а также экспортных ограничений в Китае. При этом конфликт на Украине и последовавшие за ним санкции привели к дальнейшему разгону цен из-за опасений относительно возможных перебоев поставок из РФ. Напомним, что в 2021 г. 25 стран получили более 30% удобрений из России (на РФ приходится около 16% мирового экспорта карбамида и более 15% экспорта DAP/MAP), а во многих странах Европы этот показатель превышал 50%. Вдобавок, в результате экстремально высоких цен на природный газ европейские производители стали активно сокращать собственное производство азотных удобрений. На наш взгляд, напряжённость на глобальном рынке удобрений может сохраниться и как минимум в I половине 2023 г., так как санкции, удорожание с/х продукции, сбои в цепочках поставок, геополитическая надбавка к себестоимости и энергетический кризис принимают все более затяжной характер. Таким образом, действующие каскадные ограничения со стороны предложения усилятся секулярными трендами (рост спроса на фосфаты для производства батарей электромобилей в Китае, потребность в природном газе как более чистый источник энергии в США), что может способствовать удержанию высоких по историческим меркам цен на удобрения в обозримом будущем.

Диаграмма 2. Динамика цен на удобрения, %



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

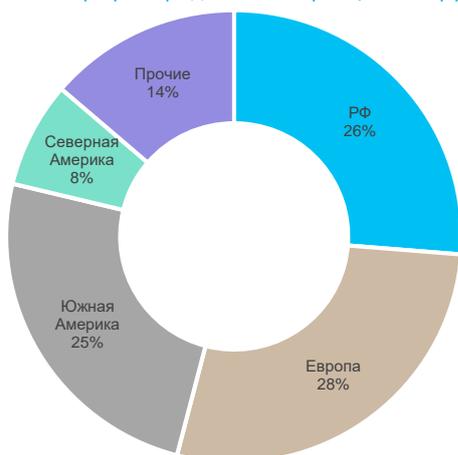
Диаграмма 3. Финансовые результаты «ФосАгро» (в млрд руб.)



- Солидная дивидендная доходность и устойчивость выплат.** «ФосАгро» является одним из наиболее эффективных глобальных игроков с точки зрения издержек производства и поэтому бизнес компании характеризуется высокой операционной рентабельностью. В совокупности с весьма умеренным уровнем капитальных вложений для поддержания действующих производственных мощностей (в среднем, около 10% от EBITDA за последние 4 года, по нашим оценкам) и низкой долговой нагрузкой (0,2x чистый долг/LTM EBITDA), «ФосАгро» генерирует стабильно высокий свободный денежный поток (FCF). Текущая дивидендная политика предполагает выплату не менее 75% свободного денежного потока в виде дивидендов при соотношении чистый долг/EBITDA меньше 1,0x. Это, по нашим оценкам, сегодня может транслироваться в высокую двузначную дивидендную доходность (см. диаграмму 5). Это огромный плюс с точки зрения инвестиционного кейса компании. Особенно в условиях, когда многие российские компании отказываются от дивидендов в силу высокой неопределенности и/или не могут проводить выплаты акционерам из-за санкционных ограничений.
- Низкая чувствительность к экономическому циклу и растущий долгосрочный спрос на удобрения.** Спрос на продукты питания продиктован естественными потребностями населения, поэтому он остается стабильным и не зависит от фазы экономического цикла. По оценке Министерства сельского хозяйства США, мировое производство основных зерновых и масличных культур (на долю которых приходится более 50% объема глобального применения удобрений) в посевном сезоне 2022/23 увеличится до 2337 млн тонн (+1,8%) и 645 млн тонн

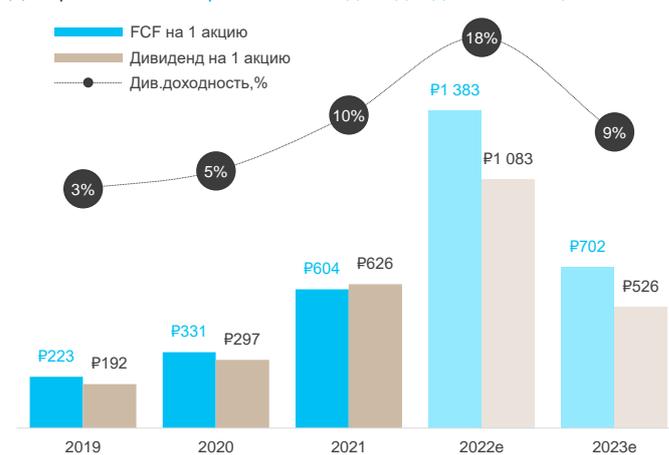
(+6,2%) соответственно. И это не смотря на выросшие издержки фермеров по всему миру, которые обычно приводят к сокращению посевов. Впрочем, рост цен на ряд с/х товаров в текущем году, резко ускорившейся после начала конфликта на Украине (РФ и Украина исторически были одними из крупнейших экспортеров зерновых и масличных), способен с лихвой перекрыть упомянутые издержки. Ну, а в более долгосрочной перспективе продолжающееся увеличение мирового населения (а вместе с ним и спрос на продовольствие) формирует устойчивую натуральную базу для производителей удобрений. На этом фоне в планы «ФосАгро» входит дальнейшее увеличение производственных мощностей до 11,5 млн тонн (+13% к уровням 2021 году) к 2025 г.

Диаграмма 4. География продаж «ФосАгро» (% от выручки)



Источники: данные компании, Росстат, расчёты Открытие Research

Диаграмма 5. История выплат и дивидендный потенциал



### Оценка стоимости акций

Для определения целевой цены акций «ФосАгро» мы используем метод дисконтирования денежных потоков (DCF) (см. таблицу 1), а также ориентируемся на средний мультипликатор EV/EBITDA по циклу за последние 10 лет (см. диаграмму 6) и прогнозный показатель EBITDA компании за 2023 г. (см. таблицу 2). Для итоговой оценки стоимости капитала (WACC = 14,4%) мы используем бета-коэффициент 0,5х, что отражает низкую чувствительность бизнеса «ФосАгро» к экономическому циклу, и рыночную премию за риск по акциям в размере 20%, которая обуславливает экстремальную неопределённость на фондовом рынке РФ. Мы оцениваем общий вклад данных методов в итоговое значение целевой цены как 50/50.

В результате целевая цена акций «ФосАгро» на горизонте 12 месяцев получается равной 8300 рублей, что подразумевает потенциал роста на уровне 32% к текущим котировкам и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

### Риски

- Усугубление геополитических рисков в среднесрочной перспективе может оказать сильное негативное воздействие на российский фондовый рынок в целом, и акции «ФосАгро» в частности.
- Цены на удобрения в настоящее время находятся вблизи циклических максимумов. По мере того, как они будут снижаться до среднего уровня, финансовые показатели «ФосАгро» будут, очевидно, сокращаться.
- Повышение налоговой нагрузки на производителей удобрений негативно отразится на финансовых результатах компании в 2023 г.
- Длительный период укрепления рубля к доллару способствует снижению части экспортной выручки компании

## Приложение 1

Таблица 1. Модель DCF

		2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
DAP Baltic FOB	\$ / тонна	\$349	\$316	\$632	\$973	\$563	\$509	\$522	\$532
RUB/USD, average	руб / \$	65 P	72 P	74 P	68 P	68 P	75 P	75 P	75 P
Продажи удобрений:									
Фосфорсодержащие	млн тонн	7,4	7,9	7,9	8,4	8,4	8,7	8,8	9,0
Азотные	млн тонн	2,2	2,3	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7	2,8
<b>Выручка</b>	млрд руб	<b>248</b>	<b>254</b>	<b>420</b>	<b>591</b>	<b>457</b>	<b>462</b>	<b>478</b>	<b>496</b>
Рост год к году, %			2,3%	65,6%	40,7%	-22,6%	1,0%	3,4%	3,9%
<b>EBITDA</b>	млрд руб	<b>82</b>	<b>86</b>	<b>192</b>	<b>278</b>	<b>169</b>	<b>149</b>	<b>147</b>	<b>148</b>
% от выручки		33,2%	33,8%	45,7%	47,1%	37,0%	32,2%	30,9%	29,8%
Финанс расход	млрд руб	-4	-5	-5	-5	-5	-4	-4	-4
<b>Чистая прибыль</b>	млрд руб	<b>56</b>	<b>17</b>	<b>130</b>	<b>231</b>	<b>111</b>	<b>105</b>	<b>114</b>	<b>115</b>
		22,6%	6,7%	30,8%	39,0%	24,2%	22,8%	23,8%	23,1%
<b>Операционный поток</b>	млрд руб	<b>72</b>	<b>84</b>	<b>126</b>	<b>233</b>	<b>139</b>	<b>116</b>	<b>113</b>	<b>114</b>
капзатрат поддерж.	млрд руб	-13	-10	-11	-20	-17	-13	-12	-13
% от EBITDA		16%	12%	6%	7%	10%	9%	8%	9%
<b>FCF unlevered</b>	млрд руб	<b>58</b>	<b>73</b>	<b>119</b>	<b>217</b>	<b>125</b>	<b>106</b>	<b>104</b>	<b>104</b>
Дисконт фактор WACC					0,90	0,79	0,69	0,60	0,53

Источники: расчеты Открытие Research

Таблица 1.1. Оценка методом DCF

метрика	Значение
DCF (2022-26), млрд руб	487
TV, млрд руб	615
<b>EV, млрд руб</b>	<b>1 102</b>
[-] чистый долг, млрд руб	-63
<b>Стоимость акций, млрд руб</b>	<b>1 039</b>
кол-во акций, млн	130
<b>на одну акцию</b>	<b>8 000 P</b>
потенциал	27%

Источники: расчеты Открытие Research

Таблица 2. Оценка по мультипликатору

метрика	Значение
EBITDA '23, млрд руб	<b>169</b>
мультипликатор	<b>7,0x</b>
<b>EV, млрд руб</b>	<b>1 186</b>
[-] чистый долг, млрд руб	-63
<b>Стоимость акций, млрд руб</b>	<b>1 123</b>
кол-во акций	130
<b>на одну акцию</b>	<b>8 600 P</b>
потенциал	36%

Источники: расчеты Открытие Research

Таблица 1.2. Чувствительность оценки DCF

Постпрогнозный рост	WACC				
	16,4%	15,4%	14,4%	13,4%	12,4%
4,0%	6 400 P	6 900 P	7 500 P	8 200 P	9 100 P
4,5%	6 500 P	7 100 P	7 700 P	8 500 P	9 500 P
5,0%	6 700 P	7 300 P	<b>8 000 P</b>	8 800 P	9 900 P
5,5%	6 900 P	7 500 P	8 300 P	9 200 P	10 400 P
6,0%	7 100 P	7 800 P	8 600 P	9 600 P	11 000 P

Источники: расчеты Открытие Research

Диаграмма 6. Динамика мультипликатора EV/EBITDA «ФосАгро»



Источники: расчеты Открытие Research

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/> Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Личный брокер»** <http://private.open-broker.ru/>, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** <https://pb.open.ru/finance-capital/>

Otkritie © 2022

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (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. Содержащаяся в настоящем аналитическом отчете торговая идея остаётся актуальной до тех пор, пока текущая ожидаемая доходность (разница между целевой ценой и текущей ценой открытия позиции по финансовому инструменту) по сравнению с первоначальной ожидаемой доходностью (разница между целевой ценой и ценой открытия позиции по финансовому инструменту на дату торговой идеи; оба показателя указаны в торговой идее) не сократится на 80%. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в торговую идею изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

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.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

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) Закона 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.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>

+7 (495) 232-99-66

8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ

[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)

[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)

[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>

+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Алексей Павлов, PhD

Начальник управления

Алексей Кокин

Главный аналитик, нефтегазовый сектор

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, российские акции

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, электроэнергетика

Алексей Корнилов, CFA

Главный аналитик, рынок акций

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Марат Берিশев

Технический аналитик

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Александр Шураков, PhD

Ведущий аналитик, облигации

Осман Алистанов

Младший аналитик, облигации

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Олег Сыроваткин

Ведущий аналитик, глобальные исследования

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования