

Авторы отчета:

 Бельская Ольга, аналитик по финансовому сектору,
 belenkayao@sovlink.ru

Банк «Возрождение» - пересмотр рекомендации

ДЕРЖАТЬ

Целевая цена: US\$ 40
Потенциал роста: 1%
Stock data

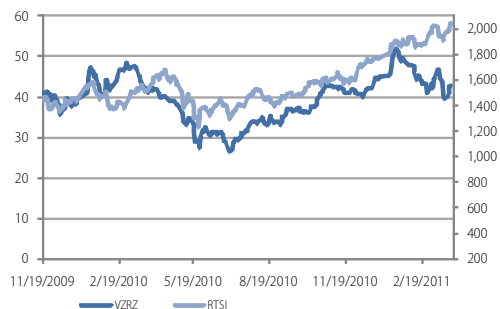
Ticker	VZRZ	M.Cap, \$ mn	965
Shares rds	23748694	Free Float, %	40
Shares Pref	1294505	Free Float, \$ mn	386
Bid Ords, \$	39.2	Offer Ords, \$	42.4

Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ord	-6.0%	9.6%
Relative to RTSI	Ords	-9.4%	-25.5%
Price range, \$			
High	Ords	46.8	51.7
Low	Ords	39.5	36.0

Financials, 2011E

Assets, \$ mn	6507	P/E	20.3
Book value, \$ mn	638	P/BV	1.5
Net income, \$ mn	47	ROE	8.0%

Динамика стоимости акций


Источник: РТС

VZRZ

- Мы скорректировали модель оценки и рекомендации по акциям банка «Возрождение» по итогам отчетности за 2010, conference call и встречи с менеджментом.

- Основные изменения связаны со снижением прогноза чистой процентной маржи (в 2011 г. с 5.5% до 5.1% или с 4.6% до 4.3% к средней величине активов) из-за более консервативных ожиданий по доходности работающих активов. Несколько снижены прогнозы роста кредитного портфеля, прогноз отчислений в резервы (credit costs) повышен с 1.7% до 1.8%.

- После корректировки наш прогноз чистой прибыли в 2011 г. приблизился к верхней границе ожидаемого банком диапазона, что соответствует рентабельности капитала (ROE) на уровне 8%. Это существенно хуже средних ожиданий показателя по рынку (15-16%), не говоря уже о более высоких уровнях (Сбербанк – выше 20%). На наш взгляд, хотя низшая точка прибыли пройдена, переходный период для банка, вопреки ожиданиям, не завершился в 2010 г.

- Основное препятствие для роста чистой процентной маржи – слабая экономическая активность в ключевом для банка сегменте SME и рост доли низкомаржинальных кредитов крупным заемщикам, где конкурентное давление кредитных ставок особенно сильно. К тому же почти 20% активов банка размещено в форме кэша, что не позволяет генерировать процентный доход.

- Рост чистого комиссионного дохода замедлился с 43% (CAGR в 2005-2008 гг.) до 6% в 2010 г., на ближайшие годы мы ожидаем рост в среднем 10-15%.

- Высокий уровень фиксированных затрат – главное препятствие к восстановлению докризисной рентабельности в условиях замедления роста бизнеса. Соотношение Cost/Income в 2011 г. ожидается, как и в 2010 г., худшим среди российских публичных банков. Пока меры по оптимизации расходов носят тактический характер. Планируется привлечение консультанта из Big 4 для определения резервов повышения эффективности.

- Таким образом, мы пересмотрели прогнозы чистой прибыли банка в сторону понижения. Прогноз на 2011г. снижен с 2215 млн руб до 1402 млн руб (-37%), прогноз на 2012г. - с 4053 млн руб до 2962 млн руб (-27%), прогноз на 2013 г. - с 4971 до 3832 млн руб (-23%). Эти прогнозы означают, что при текущей бизнес-модели без существенного улучшения общеэкономической ситуации банк не вернется к докризисным показателям рентабельности в течение прогнозного периода.

- Мы **снижаем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$47 до \$40 за акцию, сохраняем рекомендацию «Держать».**

Пересмотр модели оценки

Мы скорректировали модель оценки банка «Возрождения» с учетом результатов 2010 (МСФО), итогов телеконференции и встречи с менеджментом. Горизонт прогнозирования продлен на 2013 г.

Второй год подряд банк предупреждает рынок о завышенном рыночном консенсусе по финансовым результатам

Второй год подряд банк при презентации годовой отчетности приводит весьма консервативные прогнозы финансовых результатов, расходящиеся с рыночным консенсусом. В 2010 г. менеджмент неожиданно для рынка привел прогноз чистой прибыли в 500 млн руб., что на тот момент было существенно ниже ожиданий рынка, но в итоге практически совпало с фактическим результатом (581 млн руб). На этот раз недавно озвученный базовый прогноз банка на 2011 г. в 1.1 млрд руб (в оптимистичном варианте 1.3-1.4 млрд руб) также разочаровал рынок. Если в 2010 г. основная проблема была в дорогом фондировании, то в 2011 г. это более скромные, чем мы ожидали, прогнозы доходности активов и более существенные, чем предполагал рынок, прогнозные затраты на резервирование.

После корректировки прогнозов наш прогноз чистой прибыли в 2011 г. приблизился к верхней границе ожидаемого банком диапазона, что соответствует рентабельности капитала (ROE) на уровне 8%. Это существенно хуже средних ожиданий показателя по рынку (15-16%), не говоря уже о более высоких уровнях (Сбербанк – выше 20%). На наш взгляд, переходный период для банка, вопреки ожиданиям, не завершился в 2010 г. Существенное изменение макроэкономической ситуации по сравнению с докризисной ситуацией, замедление роста кредитования, обострение конкурентного давления и замедление инфляции препятствуют быстрому восстановлению чистой процентной маржи. В то же время высокий уровень фиксированных затрат и нежелание увеличивать профиль риска бизнеса подавляют рентабельность. По-видимому, это означает, что при текущей бизнес-модели без существенного улучшения общеэкономической ситуации банк не вернется к докризисным показателям рентабельности в течение прогнозного периода.

Хотя низшая точка прибыли пройдена, переходный период для банка, вопреки нашим ожиданиям, не завершился в 2010 г. Возврат к докризисным показателям рентабельности станет возможен либо при значительном улучшении ситуации в экономике, либо при изменении среднесрочной стратегии

Основные изменения в модели:

1. Снижение прогнозов чистой процентной маржи

В 4Q10 банк впервые за длительный период сумел добиться повышения чистой процентной маржи (с 4.1% до 4.3%), что стало возможным благодаря заметному снижению стоимости фондирования и увеличению доли кредитов в структуре активов.

Базовый прогноз менеджмента предполагает повышение чистой процентной маржи (рассчитываемой банком от средней величины активов) с 3.6% в 2010 г. до 4.2% (4-4.5%) в 2011 г., т.е. примерно на 0.6 п.п., что все же существенно ниже докризисных уровней. Этот прогноз предполагает, что процентные ставки по кредитам и депозитам в течение 2011 г. стабилизируются на уровне конца 2010 г. (возможен небольшой остаточный эффект от переоценки стоимости депозитов по мере завершения сроков наиболее дорогих вкладов в 1Q11). Основной вклад в повышение маржи даст рост кредитования, т.е. повышение эффективности структуры активов. В оптимистичном сценарии – если ставки все же начнут расти – банк получит выгоду от этого, поскольку дюрация его кредитного портфеля меньше средней дюрации обязательств (кредиты будут переоцениваться по более высоким ставкам быстрее, чем вклады).

Прогноз по чистой процентной марже снижен из-за двух факторов: 1) сохраняющееся давление корпоративных кредитных ставок и 2) слабый рост спроса на кредиты в сегменте SME, вследствие чего в кредитном портфеле растет доля низкомаржинальных кредитов крупным заемщикам. В ближайшие годы, по нашим прогнозам, маржа будет расти, но останется существенно ниже докризисных уровней

Мы предполагали, что восстановление чистой процентной маржи будет происходить активнее, ожидая разворота вверх процентных ставок как следствие высокого уровня инфляции и начатых ЦБ мер по ужесточению денежно-кредитной политики. Однако пока эти ожидания не подтверждаются – в январе ставки по кредитам нефинансовым предприятиям достигли исторического минимума (8.6%) и лишь незначительно повысились в феврале (до 8.7%). От повышения ставок со стороны заемщиков, избыток ликвидности и замедление инфляции в последнее время, результатом чего может стать более мягкое повышение ставок со стороны ЦБ. Стоимость фондирования сейчас также снизилась до исторических минимумов, и большой запас ликвидности может позволить банкам привлекать вклады по ставкам ниже инфляции, но потенциал дальнейшего снижения ставок представляется уже небольшим. Поэтому стабилизация ставок вместо ожиданий их ощутимого роста становится более вероятным сценарием в 2011 г.

Другой проблемой является слабый спрос на кредиты со стороны основной клиентуры банка Возрождение – предприятий среднего и малого бизнеса (SME), в результате чего в портфеле кредитов растет доля крупнейших заемщиков, занимающих по более низким ставками.

В соответствии с этими соображениями, мы снижаем прогноз чистой процентной маржи банка в 2011 г. с 5.5% (4.6% по активам) до 5.1% (4.3% по активам), предполагая рост показателя на 0.7 п.п. к 2010 г. В 2012-2013 гг. мы ожидаем повышения NIM до 5.2-5.3% (4.5-4.7% по активам) за счет изменения структуры активов – роста доли кредитов в активах и увеличения доли SME в кредитном портфеле (по мере улучшения экономической ситуации в этом сегменте).

2. Изменение прогнозов роста кредитного портфеля.

Банк придерживается консервативного прогноза на год (базовый сценарий – рост на 15%, оптимистичный – на 20%+). Между тем, с начала года рост портфеля уже составляет около 9% как за счет нескольких крупных кредитов, так и большого количества средних и мелких. Такой осторожный прогноз объясняется ожиданиями крупных погашений во 2Q11, более ясная картина появится к середине мая. Между тем, в розничном сегменте банк прогнозирует рост объема портфеля на 40%+ за счет ипотечных кредитов.

Прогноз роста кредитного портфеля в 2011-13 гг. незначительно снижен из-за возможных досрочных погашений крупных кредитов и относительно слабого роста кредитования SME. Значительный прирост ожидается лишь в ипотечном кредитовании

Хотя стратегически приоритетной группой заемщиков остается SME, банк не ожидает существенного роста спроса на кредит в этой группе в 2011 г., т.е. в корпоративном сегменте по-прежнему значительная часть прироста портфеля будет приходиться на крупных клиентов. Отрицательными последствиями такой ситуации будут низкая доходность кредитного портфеля и высокая волатильность его объема и качества (более заметный эффект в случае досрочных погашений и ухудшения качества индивидуальных кредитов).

Мы незначительно снижаем прогнозные темпы роста кредитного портфеля – в 2011 г. с 19% до 17%, в 2012 г. – с 21% до 18%, на 2013 г. прогнозируем 20%. Причина – отсутствие ожидаемого значимого прогресса в экономической активности SME и конкурентное давление в корпоративном кредитовании со стороны госбанков и дочек инобанков.

3. Резервирование. Банк повысил на 2011 г. credit costs с 1.5% до 1.8% (на уровне 2010 г.), что расходится с заявлениями других публичных банков, предполагающих значительный эффект от роспуска резервов и суммарные затраты на резервирование вблизи нулевого уровня.

Банк повысил прогноз credit costs на 2011 г. с 1.5% до 1.8%, отмечая отсутствие кардинального улучшения кредитного качества заемщиков. Это более консервативный подход, чем проявляют в последнее время другие публичные банки, что могло несколько разочаровать рынок.

Высокий уровень фиксированных затрат – главное препятствие к восстановлению докризисной рентабельности в условиях замедления роста бизнеса. Соотношение Cost/Income в 2011 г. ожидается худшим среди российских публичных банков

Менеджмент объясняет такой подход отсутствием кардинального улучшения кредитного качества заемщиков, что заставляет продолжать консервативную политику резервирования и увеличивать уровень покрытия провизиями NPL(1d+) как минимум до 120% (в 4Q этот показатель снизился до 93% из-за технического роспуска индивидуальных резервов по погашенным кредитам, что не отражает общий профиль риска). В действительности кредитное качество банковского портфеля показывает смешанную динамику – в сегменте SME и ритейла доля NPL снижается, в крупном корпоративном сегменте – растет, при этом в 4Q заметно подскочила доля реструктурированных кредитов, что отчасти объясняется техническими факторами.

По-видимому, прогноз менеджмента по credit costs негативно воспринимается рынком, поскольку консенсус закладывал более оптимистичные ожидания. В нашей предыдущей модели мы консервативно закладывали CoR 1.7%, сейчас корректируем его до 1.8%, ожидая сокращения в 2012-13 гг. до 0.6-0.7%.

4. Операционные расходы

Высокий уровень фиксированных затрат из-за разветвленной сети отделений (173 офиса продаж, преимущественно в Московской области и в 20 регионах России) стал после кризиса основной проблемой финансовой эффективности банка. Хороший уровень окупаемости такой сети был возможен в условиях сильного роста экономики и увеличения доходов на 20-25% в год.

Сейчас же, при снижении чистой процентной маржи вдвое по сравнению с докризисным уровнем и существенным замедлением роста комиссионных доходов, содержание сети становится слишком затратным – Cost/Income по итогам 2010 г. составил 72%, а в 2011 г. банк ожидает его на уровне 65%.

На данный момент менеджмент банка признает существование проблемы и поиск подходов к ее решению. Одной из проблем является низкая эффективность технологической базы (высокая доля ручного труда, большие затраты на инкассацию). Пока меры по оптимизации расходов носят тактический характер (централизация и введение аукционной системы закупок). Планируется привлечение консультанта из Big 4 для определения резервов повышения эффективности. В то же время менеджмент не считает оптимальным методом сокращение персонала при текущей структуре бизнеса. Планируется внедрение интернет-бэнкинга, идет работа по увеличению числа платежных терминалов, но стратегического решения проблемы высоких накладных расходов пока не было озвучено.

При сопоставимой доходной базе Банка «Санкт-Петербург» и банка «Возрождение» уровень расходов в 2010 г. у Возрождения был выше в 1.6 раза, расходы на персонал – в 1.85 раза, численность персонала – в 2.5 раза. На наш взгляд, такое сопоставление особенно ясно иллюстрирует проблему сложности преодоления банком Возрождение проблемы низкой рентабельности при текущих экономических условиях.

Мы ожидаем в 2011 г. рост операционных расходов на 16%, в 2012-13 гг. на 14-15%. Соотношение Cost/Income, по нашим оценкам, снизится с 72.6% в 2010 г. до 67.3% в 2011 г. с последующим снижением до 55% в 2013 г.

4. Чистая прибыль. Остается фактором неопределенности и значительных расхождений по стандартам РСБУ и МСФО. По РСБУ эффективная налоговая ставка составляет около 50%, по МСФО в 2010 г.

Прогнозы чистой прибыли на 2011-13 гг. существенно снижены и предполагают, что при текущей бизнес-модели без существенного улучшения общеэкономической ситуации банк не вернется к докризисным показателям рентабельности в течение прогнозного периода.

банку удалось снизить ее до стандартных 20%. Базовый прогноз чистой прибыли на 2011 г. (1.1 млрд руб) менеджмент дает для показателя РСБУ. Мы ожидаем, что по МСФО эффективная налоговая ставка сохранится в 2011 г. на уровне 20%.

Таким образом, мы пересмотрели прогнозы чистой прибыли банка. Прогноз на 2011г. снижен с 2215 млн руб до 1402 млн руб (-37%), прогноз на 2012г. - с 4053 млн руб до 2962 млн руб (-27%), прогноз на 2013 г. - с 4971 до 3832 млн руб (-23%).

	Предыдущий прогноз, млн руб	Новый прогноз, млн руб	Изменение, %
2011F	2,215	1,402	-37%
2012F	4,053	2,962	-27%
2013F	4,971	3,832	-23%

По новым прогнозам, рентабельность капитала в 2011 г. составит 8.0%, в 2012 г. – 15.0%, а в 2013г. – 16.6%. Новые прогнозы предполагают, что при текущей бизнес-модели без существенного улучшения общеэкономической ситуации банк не вернется к докризисным показателям рентабельности в течение прогнозного периода.

Оценка стоимости обыкновенных акций

Мы оцениваем справедливую стоимость банка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ($P/BV = (ROE - g) / (r - g)$). При этом мы изменяем одно из предположений предыдущего прогноза - в постпрогнозном периоде рентабельность акционерного капитала (ROE) снижается с 20% до 18%. Темп роста в постпрогнозном периоде мы оцениваем на уровне 6% (что соответствует нашему общему прогнозу для банковского сектора). Ставку дисконтирования по-прежнему принимаем равной 14%.

	2007	2008	2009	2010	2011п	2012п	2013п
Акционерный капитал, \$млн	484	513	539	553	638	721	839
Чистая прибыль, \$ млн	74	126	38	19	47	102	129
Стоимость капитала, %						14%	14%

Тогда, применяя модель Гордона, получим целевой P/BV-2013 равным 1.5. Подставив прогнозное значение BV-2013=\$839 млн, получим справедливую стоимость банка на конец 2013 г. P-2013=\$1259 млн.

Доходность капитала будущих периодов	18%
Рост в будущие периоды	6,0%
Целевой P/BV-2013	1.5
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2013), \$ млн.	1,259
Ставка дисконтирования	14%
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2011 г., \$ млн	969

Обыкновенные акции, млн.	23.7
Привилегированные акции, млн.	1.3
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2011, \$	38.7
Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$	40.0

Итого, Справедливая цена 1 об. акции через 12М, \$:	40.0
Рыночная стоимость 1 об. Акции (30.03.2011 г.)	39.7
Потенциал роста, %	1%
Рекомендация	«Держать»

Мы понижаем TP с \$47 до \$40 за акцию, рекомендация «Держать»

Таким образом, мы **понижаем 12-месячную справедливую цену обыкновенных акций с \$47 до \$40 за акцию и сохраняем рекомендацию с «Держать».**

Наши оценки основаны на консервативных допущениях. Возможность раскрытия потенциала роста акций может быть связана с ускорением роста экономики, более активным ростом кредитования в сегменте SME, разворотом вверх рыночных процентных ставок в случае более высокой инфляции, успехами банка в оптимизации затрат. Риски ухудшения прогноза связаны с продолжением снижения рыночных процентных ставок. По оценочному мультипликатору P/E11 (20) банк не выглядит дешевым, в то время как по P/BV11 (1.5) торгуется в целом на уровне рынка.

Прогнозный баланс, млн руб

Баланс, млн руб.	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Денежные средства и эквиваленты	28,490	34,101	32,151	31,636	27,338	26,602
Обязательные резервы	155	868	1,072	1,303	1,682	2,176
Ценные бумаги	11,401	11,068	15,869	18,610	21,029	24,183
Кредиты, предоставленные другим банкам	2,032	6,363	5,860	3,722	4,206	4,837
Кредиты и авансы клиентам	94,575	85,205	104,046	121,344	144,617	175,450
Основные средства	3,234	3,102	3,132	3,722	3,996	4,353
Прочие активы	1,324	4,896	4,028	5,761	7,422	4,232
Итого активы	141,211	145,603	166,158	186,097	210,290	241,833
Банковские кредиты и депозиты	21,360	4,368	7,772	5,035	4,727	4,336
Депозиты частных лиц	51,837	68,564	85,251	98,891	115,703	136,529
Депозиты юрлиц	38,499	44,565	45,083	49,591	55,046	61,652
Собственные долговые инструменты	5,913	6,364	5,794	6,714	7,375	8,456
Прочие заимствования						
Субординированные займы	4,464	4,578	4,293	4,293	4,293	4,293
Синдицированные кредиты	3,337	-	-	-	-	-
Прочие обязательства	736	878	1,105	3,324	1,950	1,553
Итого обязательства	126,146	129,317	149,298	167,849	189,094	216,819
Итого акционерный капитал	15,065	16,286	16,860	18,248	21,196	25,014

Прогнозный отчет о прибылях и убытках, млн руб

Прибыли и убытки, млн руб.	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Процентные доходы	9,745	14,511	16,954	14,138	15,771	18,423	21,717
Расходы на выплату процентов	-4,175	-6,017	-8,628	-8,109	-8,226	-9,495	-11,047
Чистый процентный доход	5,570	8,494	8,326	5,486	7,546	8,928	10,670
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-885	-2,199	-4,752	-1,872	-2,293	-995	-986
Чистый процентный доход после создания резервов	4,685	6,295	3,574	3,614	5,253	7,933	9,684
Чистый комиссионный доход	3,011	4,128	3,729	3,935	4,329	4,848	5,526
Операционный доход	8,262	11,131	8,244	8,027	10,081	13,281	15,709
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-5,732	-7,029	-6,325	-7,180	-8,329	-9,578	-10,919
Прибыль до налогообложения	2,530	4,102	1,919	726	1,753	3,703	4,790
Налог на прибыль	-626	-965	-702	-145	-351	-741	-958
Чистая прибыль	1,904	3,137	1,217	581	1,402	2,962	3,832

Прогнозные финансовые коэффициенты и мультипликаторы

	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
Доходность работающих активов	12.2%	13.9%	15.1%	10.9%	10.7%	10.8%	10.7%
Стоимость фондирования	-5.0%	-5.4%	-6.9%	-5.9%	-5.3%	-5.4%	-5.5%
Чистый процентный спред	7.2%	8.5%	8.2%	5.1%	5.5%	5.4%	5.3%
Чистая процентная маржа	7.0%	8.1%	7.4%	4.4%	5.1%	5.2%	5.3%
ROE	21.9%	23.3%	7.8%	3.5%	8.0%	15.0%	16.6%
ROA	2.1%	2.5%	0.8%	0.4%	0.8%	1.5%	1.7%
Cost/Income	62.7%	52.7%	48.7%	72.5%	67.3%	67.1%	55.5%
P/E	12.7	8.4	25.1	50.3	20.3	9.4	7.5
P/BV	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1

Источник: данные компании, оценки Совлинк

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

ООО «СОВЛИНК»

Тел.: +7 495 967-1300

Факс: + 7 495 967-1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,
Москва 119019, Россия

www.sovlink.ru
research@sovlink.ru

©2008г., ООО «СОВЛИНК». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «СОВЛИНК» или иных согласованных с ООО «СОВЛИНК» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «СОВЛИНК» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «СОВЛИНК» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «СОВЛИНК» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «СОВЛИНК» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «СОВЛИНК» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.