



ВТБ

COMPANY NOTE

Держать

Целевая цена (GDR) – \$5.40

Пересмотр рекомендации

Аналитик: Ольга Беленькая
belenkayao@sovlink.ru

Stock data

Ticker	VTBR	M.Cap, \$ mn	28,435
Shares Ords'mn	10,460,541	Free Float, %	14.5%
Shares Prefs	-	Free Float, \$ mn	4,123
Bid Ords, \$	-	Offer Ords, \$	-
Bid Ords, RUR	0.0778	Offer Ords, RUR	0.0797

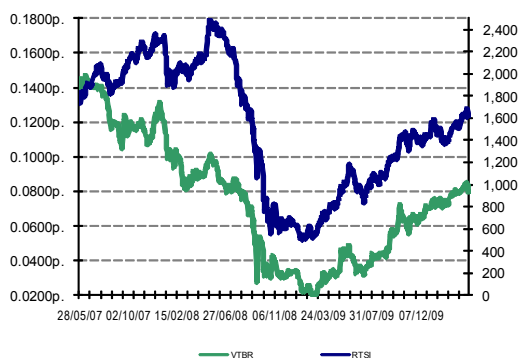
Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	0.9%	21.9%
Relative to RTSI	Ords	-4.2%	9.9%
Price range, \$			
High, RUR	Ords	0.086	0.086
Low, RUR	Ords	0.078	0.056

Financials, 2010E

Assets, \$ mn	135,877	ROE	8.4%
Book Value, \$ mn	18,914	P/E	18.9
Net income, \$ mn	1,498	P/BV	1.5

Динамика акций ВТБ относительно индекса РТС



Источник: РТС, ММВБ

• Мы пересмотрели справедливую цену акций ВТБ с учетом отчетности банка за 2009 (МСФО), улучшения динамики чистой процентной маржи в 4Q и ожидаемого положительного эффекта от продолжающегося снижения стоимости рыночных заимствований в 2010 г. В модели горизонт прогнозирования пролонгирован до 2012 г.

• В отличие от Сбербанка, для которого основным источником фондирования являются клиентские средства с доминирующей долей частных вкладов, у ВТБ более диверсифицированная структура пассивов. Так, клиентские средства занимают лишь немногим более 50% в структуре обязательств, высока доля рыночных заимствований, при этом стоимость многих инструментов определяется на основе плавающих процентных ставок. В ситуации резкого снижения процентных ставок и избытка рыночной ликвидности банки с высокой долей оптовых заимствований оказываются в более выигрышном положении, поскольку они имеют больше гибкости в рефинансировании дорогих обязательств более дешевыми.

• Мы ожидаем, что, по крайней мере в 1П10, вследствие продолжающегося снижения процентных ставок на внутреннем рынке и повышения доступности дешевых внешних заимствований тенденция к сокращению разрыва между NIM Сбербанка и ВТБ сохранится. Теперь оптимизация стоимости фондирования может происходить за счет привлечения дешевых рыночных заимствований. С другой стороны, сдерживать давление на маржу снижающихся кредитных ставок ВТБ планирует за счет опережающего роста кредитования и повышения доли более доходных сегментов (ритейл, ИВ). По нашим оценкам, NIM ВТБ может составить в 2010 г. 4.8%, немного сокращаясь (до 4.5-4.7%) в 2011-2012 гг.

• К концу года мы ожидаем провизии на уровне около 10.7% кредитного портфеля. По нашим оценкам, отчисления в резервы сократятся в 2010 г. до 2.9% кредитного портфеля против 6.0% в 2009 г.

• Мы ожидаем, что доля доходов, генерируемая инвестбанком ВТБ Капитал и розничным блоком ВТБ 24, будет постепенно расти, позитивно отражаясь на рентабельности банка.

• В кризисный период банк уделял особое внимание контролю над расходами (сокращение персонала, расходов на рекламу, оптимизация сети). По мере восстановления экономики банки готовятся перейти от стратегии сокращения затрат к стратегии развития и увеличения рыночной доли, что потребует увеличения инвестиционных и операционных расходов. Менеджмент ожидает, что показатель Cost/Income в 2010 г. останется в районе 45%.

• Изменения в модели привели к пересмотру прогноза чистой прибыли - в 2010 г. с 13 до 44 млрд руб. (прогноз менеджмента – не менее 50 млрд руб), в 2011 г. с 78 до 87 млрд руб. По нашим оценкам, к 2012 г. банк может добиться стратегической цели – повышения рентабельности капитала выше 15% (наша оценка ROE постпрогнозного периода повышена с 15% до 16%).

• **Мы повышаем 12-месячную справедливую стоимость GDR ВТБ с \$3.81 до \$5.40, рекомендация «Держать».**

• По прогнозному мультипликатору P/BV 2010 г. (1.5) ВТБ оценивается с 25%-ным дисконтом к Сбербанку (2.0). В то же время по мультипликатору P/E 2010 ВТБ по-прежнему остается дорогим российским банком (18.9), 51%-ная премия к Сбербанку. Основные факторы ожидаемого повышения инвестиционной привлекательности акций ВТБ относятся к периоду 2011-12 гг.



Мы пересмотрели оценку справедливой цены акций ВТБ по итогам отчетности банка за 2009 г. (МСФО), улучшения динамики чистой процентной маржи в 4Q и ожидаемого положительного эффекта для маржи от продолжающегося снижения стоимости рыночных заимствований в 2010 г. В модели горизонт прогнозирования пролонгирован до 2012 г.

В отличие от Сбербанка, для которого основным источником фондирования являются клиентские средства (86% обязательств) с доминирующей (70%) долей частных вкладов, у ВТБ более диверсифицированная структура пассивов. Так, клиентские средства занимают лишь немногим более 50% в структуре обязательств, высока доля рыночных заимствований (облигации, средства банков, синдицированные кредиты), при этом стоимость многих инструментов определяется на основе плавающих процентных ставок.

В долгосрочной перспективе бизнес-модель Сбербанка (фондирование кредитного портфеля за счет клиентских средств) более устойчива к рыночным рискам, проявившимся с лета 2008 г. Речь идет о рисках сжатия ликвидности, замораживания возможностей рефинансирования рыночного долга, повышения процентных ставок, колебаниях валютных курсов. Однако в определенных ситуациях, в частности, при резком снижении рыночных процентных ставок, она приводит к давлению на чистую процентную маржу, поскольку кредитный портфель переоценивается быстрее, чем депозитный. У банков, в отличие от их заемщиков, нет возможности досрочно рефинансировать частные вклады, привлеченные по высоким ставкам на пике кризиса.

В этом случае банки с высокой долей рыночных заимствований оказываются в более выигрышной ситуации, получая выгоду от снижения рыночных процентных ставок. Ведь в условиях избытка рыночной ликвидности они имеют больше гибкости в рефинансировании дорогих обязательств более дешевыми.

Во 2По9 ВТБ сумел существенно увеличить чистую процентную маржу (NIM) за счет возврата наиболее дорогих ресурсов – средств ЦБ и Минфина и замещения их более дешевыми клиентскими средствами. В этот же период NIM Сбербанка снижалась, поскольку рентабельность работающих активов сокращалась быстрее, чем стоимость депозитов. При этом уровень NIM Сбербанка по-прежнему существенно превышает значение показателя для ВТБ (2009: 8.2% vs 4.7%, 4Q: 8.0% vs 5.5%).

Мы ожидаем, что, по крайней мере в 1П10, вследствие продолжающегося снижения процентных ставок на внутреннем рынке и повышения доступности дешевых внешних заимствований тенденция к сокращению разрыва между NIM Сбербанка и ВТБ сохранится. Теперь оптимизация стоимости фондирования может происходить за счет привлечения дешевых рыночных заимствований. Менеджмент ВТБ планирует занять на долговых рынках в 2010 г. до \$5 млрд (из них в 1Q10 уже привлечено \$1.25 млрд в виде 5-летних евробондов с доходностью 6,465% годовых и 20 млрд руб (\$680 млн) – в виде рублевых бондов с доходностью 7.6%).

Дополнительным позитивом для снижения стоимости рыночных заимствований как ВТБ, так и Сбербанка может стать успешное размещение суверенных российских евробондов, доходность по которым должна стать новым, более выгодным бенчмарком для квазисуверенных заимствований.

Одним из наиболее дорогих ресурсов в этом году может стать субординированный кредит ВЭБ (195 млрд руб) по ставке 8% годовых. К сожалению, Минфин и ЦБ объявили об отказе снижать ставки по субордам для банков, но готовы разрешить досрочное погашение, при котором банки с достаточным уровнем капитала получают возможность рефинансировать долг на рынке по более привлекательным ставкам. С учетом высокого уровня достаточности капитала ВТБ (20.7% - всего, 14.8% - капитал 1-го уровня), такой вариант был бы для него оптимален и позволил бы сократить стоимость фондирования.

С другой стороны, сдерживать давление на маржу снижающихся кредитных ставок ВТБ планирует за счет опережающего роста кредитования и повышения доли более доходных сегментов (ритейл, ИВ). После снижения объема кредитования в 2009 г. на 4%, ВТБ планирует в 2010 г. нарастить кредитный портфель на 15%, опережая рынок. Так, в последних прогнозах менеджмент Сбербанка считал оптимистичным сценарием и 10%-ный рост портфеля. Несмотря на кризис, ВТБ одному из немногих удалось в 2009 г. увеличить розничное кредитование (+10%), что соответствует его стратегической задаче повышения доли более доходных сегментов в кредитном портфеле.



На телеконференции по итогам отчетности за 2009 г. (МСФО) Г. Моос предположил, что в 2010 г. чистая процентная маржа ВТБ будет не ниже уровня 2009 г. (по данным банка, 4.6%, по нашим оценкам, 4.7%).

По нашим оценкам, NIM ВТБ может составить в 2010 г. 4.8%, немного сокращаясь (до 4.5-4.7%) в 2011-2012 гг. по мере завершения переоценки кредитного портфеля по более низким ставкам в сочетании с вероятным умеренным повышением рыночных процентных ставок из-за ужесточения денежной политики мировыми центробанками. Это выше диапазона NIM (4.3-4.5%) в нашей предыдущей модели.

Провизии и резервы.

На конец 2009 г. неработающие кредиты (NPL) составили 9.8% при консенсус-прогнозе 9.1%. За 4Q показатель NPL увеличился на 2 п.п. против 1.8 п.п. в 3Q. Зато темпы реструктуризации кредитов замедлились – после почти 3-х кратного роста в 3Q (на 5.4 п.п.), в 4Q доля реструктурированных кредитов увеличилась на 3.5 п.п., составив 11.8%.

По словам Г. Мооса, процесс реструктуризации в основном завершен, банк рассчитывает на постепенное снижение доли реструктурированных кредитов. По итогам 2009 года объем реструктурированных кредитов составил 300 млрд руб., ожидается, что в 2010 г. этот показатель увеличится не более чем на 100 млрд руб.

Убытки от реструктуризации в 2009 г. составили 19.7 млрд руб., в 4Q09 показатель увеличился незначительно. Банк ожидает, что эти списания, представляющие собой отсроченные платежи, будут возвращены в 2010-11 гг. по мере возобновления платежей от заемщиков.

В отношении NPL менеджмент прогнозирует рост показателя до 10-12% к середине года, затем – постепенное снижение.

Объем сформированных провизий на конец года составил 9.2%. Коэффициент покрытия резервами NPL продолжает снижаться и составляет теперь менее 100% как по корпоративным, так и по розничным кредитам (94.5% против 101.0% на 30.09.2009). Впрочем, по розничным NPL коэффициент покрытия увеличился с 80% до 92.5%.

Представители банка неоднократно указывали, что все недорезервированные кредиты полностью обеспечены залогами, поэтому полное резервирование не требуется. Однако, на наш взгляд, уровень покрытия NPL ниже 100% является уязвимым с точки зрения рисков дальнейшего ухудшения кредитного качества портфеля. Так, у Сбербанка уровень покрытия на конец года составляет 125%. Банк Возрождение намерен увеличивать показатель со 106% до 130-140%. По нашему мнению, консервативный подход в данном вопросе вполне оправдан, учитывая вероятную отмену льготного порядка резервирования (формально, этот порядок действует до середины года).

В ходе телеконференции представители банка высказали предположение, что на пике провизии могут увеличиться на 1-2 п.п. Рассматривая базовый сценарий, к концу года мы ожидаем провизии на уровне около 10.7% кредитного портфеля. По нашим оценкам, отчисления в резервы сократятся в 2010 г. до 2.9% кредитного портфеля против 6.0% (по данным банка 5.7%) в 2009 г.

Доходы

С учетом впечатляющей динамики чистого комиссионного дохода в 2009 г. (+29%), мы сохраняем весьма позитивный прогноз на ближайшие годы (2010-11 гг. 20%+). Мы ожидаем, что доля доходов, генерируемая инвестбанком ВТБ Капитал и розничным блоком ВТБ 24, будет постепенно расти, позитивно отражаясь на рентабельности банка.

Таким образом, мы предполагаем, что базовый операционный доход до формирования провизий (чистый процентный + чистый комиссионный доход) будет расти в ближайшие годы на 10-15% в год.



Риски для операционного дохода, на наш взгляд, связаны со сложной моделью бизнеса и часто меняющейся учетной политикой, в результате которых традиционно высоко влияние разовых доходов и расходов. Отдельный вид рисков связан с признанием убытков по полученным в результате уступки прав требования непрофильных активам (прецедент – Система-Галс, 3.7 млрд руб.) и недополучением процентных доходов по реструктурированным кредитам.

Расходы

В 2009 г. рост операционных расходов ВТБ составил 13%, при этом численность персонала сократилась на 4%, закрыто 79 отделений. В кризисный период банк уделял особое внимание контролю над расходами (сокращение персонала, расходов на рекламу, оптимизация сети). По мере восстановления экономики и интереса к розничному сегменту банки готовятся перейти от стратегии сокращения затрат к стратегии развития и увеличения рыночной доли, что потребует увеличения инвестиционных и операционных расходов.

Г. Моос ожидает, что показатель Cost/Income в 2010 г. останется в районе 45% (в 2009 г., по данным банка, 44.1%). По нашим оценкам, Cost/Income может составить 40-45% (против 46% в 2009 г.). ВТБ рассчитывает показатель Cost/Income по своей методике, соотнося расходы не со всем операционным доходом до провизий, а лишь с базовым (Core Income).

Стратегия

По данным банка, новая стратегия и финансовая модель банка будут завершены в 3Q10. Она предполагает переход от экстенсивной модели развития к повышению эффективности. Ключевые элементы – рост высокомаржинальных бизнесов, реализация синергии между сегментами бизнеса, повышение эффективности капитала, оптимизация операционных расходов и стоимости фондирования.

Прибыль

Итак, с учетом изменений, мы корректируем **прогноз чистой прибыли** на ближайшие годы, продлевая его на 2012 г.:

	Предыдущий прогноз, млрд руб	Новый прогноз, млрд руб
2010F	13	44
2011F	78	87
2012F	-	111

Мы ожидаем, что в 2010 г. чистая прибыль ВТБ составит 44 млрд руб против почти 60 млрд руб убытков в 2009 г. Прогноз менеджмента более оптимистичен – не менее 50 млрд руб в 2010 г. Мы считаем, что эта амбициозная цель в принципе осуществима – многое будет зависеть от чистой процентной маржи и политики банка в отношении резервов. Риски отклонения годовой прибыли от ожидаемого результата есть как в сторону upside, так и downside. Так, при увеличении провизий на 1 п.п. (нижняя граница прогноза менеджмента) чистая прибыль в 2010 г., по нашим оценкам, составит 57 млрд руб. При необходимости увеличения провизий на 2 п.п. (верхняя граница прогноза) и выше (что возможно, в случае пессимистичного сценария восстановления экономики и платежеспособности заемщиков) чистая прибыль составит менее 32 млрд руб.

По нашим оценкам, рентабельность капитала в 2010 г. составит 8.4%, в 2011 – 14.9% и в 2012 – 16.4%. К 2013 г. менеджмент ставит целью обеспечение рентабельности не ниже 15% в каждом подразделении банка, при этом планка для розничного и инвестбанковского подразделения выше – 20%.

По данным «Ведомостей», ВТБ готовит изменения в дивидендной политике, предполагающие фиксацию абсолютного размера дивидендов близко к уровню 2009 г. (6.067 млрд руб, 0.058 коп на акцию). Пока ориентиром для дивидендной политике были отчисления в размере 10% прибыли по РСБУ, но в 2009 г. банк выплатил 25.5% чистой прибыли по РСБУ.

Цель предполагаемых изменений – сделать дивидендные выплаты более предсказуемыми.



Оценка справедливой стоимости акций

Мы оцениваем справедливую стоимость акций ВТБ на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ($P/BV = (ROE-g) / (r-g)$). При этом мы прогнозируем, что в постпрогнозном периоде темп роста (g) составит 6%, а ставка дисконтирования - 13%. Рентабельность капитала в постпрогнозном периоде (ROE) мы повышаем с 15% до 16% с учетом более высокой ожидаемой нормы возврата на капитал (для Сбербанка 20%). Постпрогнозные темпы роста и ставка дисконтирования для ВТБ оцениваются на уровне показателей Сбербанка, а более низкая среднесрочная рентабельность капитала отражает существующие различия в бизнес-моделях двух крупнейших российских банков.

млн. долларов

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Акционерный капитал	16,501	13,347	16,696	18,914	21,145	24,290
Чистая прибыль	1,514	212	-1,881	1,498	2,988	3,735
Стоимость собственного капитала					13.00%	13.00%

Доходность капитала будущих периодов	16.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Целевой P/BV-2012	1.4
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2012), \$ млн.	34,700
Ставка дисконтирования	13.00
Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2010г., \$ млн	27,175

Обыкновенные акции, млн.	10,460,541
Справедливая цена 1 акции на конец 2010г., \$	0.0026
Справедливая цена 1 GDR на конец 2010г., (2000 акций) \$	5.20
Справедливая цена 1 акции через 12М, \$	0.0027
Справедливая цена 1 акции через 12М, руб	0.077
Справедливая цена 1 GDR через 12 мес., \$	5.40

Таким образом, мы повышаем оценку 12-месячной справедливой стоимости GDR ВТБ с \$3.81 до \$5.40, акции – с \$0.0019 (0.060 руб.) до \$0.0027 (0.077 руб.).

Итого, Справедливая цена 1 GDR, 12-мес \$:	5.40
Рыночная стоимость 1 GDR (21.04.2010 г.)	5.49
Потенциал роста, %	-1.7%
Рекомендация	«Держать»

По прогнозируемому мультипликатору P/BV 2010 г. (1.5) ВТБ оценивается с 25%-ным дисконтом к Сбербанку (2.0). В то же время по мультипликатору P/E 2010 ВТБ по-прежнему остается одним из самых дорогих российских банков (18.9), что предполагает 51%-ную премию к Сбербанку. Основные факторы ожидаемого повышения инвестиционной привлекательности акций ВТБ относятся к периоду 2011-12 гг.

Хотя наша оценка справедливой стоимости ВТБ ниже текущей рыночной цены, мы ставим рекомендацию «Держать», учитывая как конъюнктуру рынка (сохраняющийся среднесрочный растущий тренд), так и неопределенность экономических прогнозов при тенденции к их постепенному улучшению. Если ситуация в российской экономике будет улучшаться, это непосредственно отразится на качестве кредитного портфеля банков, прибылях и распределении вероятностей в пользу оптимистичного сценария. Другим драйвером стоимости может стать стратегия повышения рентабельности капитала за счет расшивки традиционных слабых мест в бизнес-модели ВТБ (повышение чистой процентной маржи, увеличение доли стабильных доходов, контроль над расходами, повышение эффективности управления рыночными рисками). В этом случае акции ВТБ могут раскрыть дополнительный потенциал роста.



Приложение

Прогнозные финансовые результаты (базовый сценарий)

Баланс, млрд руб

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Денежные средства и краткосрочные активы	127	416	260	312	308	358
Обязательные резервы	20	8	24	35	48	61
Средства в банках	239	308	346	312	353	409
Кредиты и авансы клиентам	1,437	2,556	2,310	2,613	3,048	3,645
Ценные бумаги	332	260	401	429	397	409
Инвестиции в ассоциированные компании	4	4	14	14	14	14
Основные средства	49	61	66	69	72	75
Инвестиционная недвижимость	4	4	80	90	79	82
Нематериальные активы	12	11	12	12	13	13
Прочие активы	50	69	99	14	74	46
Итого активы	2,274	3,697	3,611	3,900	4,407	5,112

Средства банков	363	389	287	302	378	482
Средства клиентов	911	1,102	1,569	1,770	2,046	2,386
Прочие заемные средства	127	849	471	527	520	542
Выпущенные долговые ценные бумаги	405	560	486	517	521	549
Субординированная задолженность	29	226	195	195	195	195
Прочие обязательства	34	180	98	46	123	228

Итого обязательства	1,868	3,305	3,106	3,357	3,783	4,383
----------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Итого акционерный капитал	398	389	505	543	624	729
----------------------------------	------------	------------	------------	------------	------------	------------



Отчет о прибылях и убытках, млрд руб

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Процентные доходы	138	229	374	357	388	433
Процентные расходы	(72)	(138)	(224)	(189)	(203)	(225)
Чистый процентный доход	65	113	152	168	185	208
Резервы на покрытие убытков по кредитам	(13)	(62)	(155)	(78)	(33)	(14)
Чистый процентный доход после создания резервов	52	52	(3)	90	152	194
Чистый комиссионный доход	14	16	21	26	31	37
Операционный доход	95	87	12	143	211	258
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	(50)	(67)	(76)	(88)	(102)	(119)
Прибыль до налогообложения	47	18	(68)	55	109	139
Налог на прибыль	(8)	(13)	9	(11)	(22)	(28)
Чистая прибыль	39	5	(60)	44	87	111

Основные финансовые коэффициенты

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
P/E	12.0	85.6	n/a	18.9	9.5	7.6
P/BV	1.1	1.36	1.7	1.5	1.3	1.2
ROE	9.6%	1.4%	-13.3%	8.4%	14.9%	16.4%
ROA	1.4%	0.2%	-1.6%	1.2%	2.1%	2.3%
Рентабельность доходных активов	8.8%	9.8%	11.5%	10.3%	9.9%	9.6%
Стоимость привлечения пассивов	-5.7%	-6.1%	-7.3%	-6.0%	-5.8%	-5.7%
Чистый процентный спред	3.2%	3.7%	4.2%	4.3%	4.1%	3.9%
Чистая процентная маржа	3.5%	4.9%	4.7%	4.8%	4.7%	4.6%
Cost/Income	48%	45%	46%	40%	42%	44%



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

©2010г., 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.