

26.05.2025

НЕДЕЛЬНЫЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

ГЛАВНОЕ:

Среднесрочные инвестиционные риски, как представляется, существенно сократились. Палата представителей США приняла предложенный президентом Дональдом Трампом масштабный законопроект о налогах и бюджете.

Замедление темпов роста кредитования и охлаждение экономики дает Банку России больше возможностей для принятия решений в части денежно-кредитной политики, отмечает министр финансов РФ Антон Силуанов.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости

Внешнеэкономическая, корпоративная информация последних дней, как представляется, в целом поддерживает спрос, по-прежнему **соответствует нашему базовому прогнозу сохранения неоднородной, хотя и позитивной, среднесрочной динамики глобального экономического спроса** в ведущих экономиках в ближайшие два-три квартала. Однако, с учетом пятничной информации, вновь отмечаем усиление среднесрочных, связанных с инфляционными ожиданиями, рисков для нашего прогноза.

Наблюдается **существенное замедление** важных для оценок среднесрочного глобального спроса показателей динамики экспорта (апр.: 2%; мар.: 4%; прогн.: 2% г/г.) и импорта (апр.: -2,2%; мар.: 1,8%; прогн.: -4% г/г.) Японии. **Негативным драйвером в данном случае по-прежнему выступают опасения роста торговых барьеров и повышения цен на товарном сегменте.**

Тем не менее, меры внутреннего стимулирования спроса (субсидирование правительством цен на топливо и электроэнергию, «дешевые» кредиты для малого и среднего бизнеса и ряд других мер), а также позитивные, в целом, ожидания в отношении перспектив третьего раунда переговоров с США по вопросам тарифной политики на данный момент позволяют **стабилизировать показатели годовой динамики экспорта и импорта Японии вблизи средних значений этих индикаторов во второй половине 2022 г. – начале 2025 г.** Отмечаем на этом фоне **сохранение индексом производственного климата Reuters Tankan (май: 8; апр.: 9; прогн.: 3 пт.)** отметок вблизи трехлетних максимумов.

Сравнительно высокие – с точки зрения статистики последних четырех лет – показатели продолжают демонстрировать **индексы промышленного производства (апр.: 6,1% г/г.; мар.: 7,7%; прогн.: 6,2% г/г.) и розничных продаж (апр.: 5,1%; мар.: 5,9%; прогн.: 5,5% г/г.) в Китае.** Прирост капитальных инвестиций в КНР (апр.: 4%; мар.: 4,2%; прогн. 4,6%) остается **вблизи своих среднесрочных средних уровней.** При этом, инвестиции в инфраструктуру и производственный сегмент выросли на **высокие для средне- и долгосрочных оценок уровни в 5,8% и 8,8%.** Ослабление статистики сформировало сохранение слабой динамики инвестиций в строительстве (-10,3% г/г.). Данная ситуация отражает традиционное влияние корректировок в структуре инвестиционного спроса на фоне реализуемых регуляторами мер бюджетной и монетарной макроэкономической поддержки.

Народный банк Китая (НБК) **снизил базовую процентную ставку по кредитам (LPR) сроком на один год на 10 базисных пунктов (б.п.), до 3% годовых.** Ставка по пятилетним кредитам была также снижена на 10 б.п. до 3,5%

В Еврозоне замедление в начале года прироста индекса потребительских цен (апр.: 2,2%; мар. 2,2%; прогн.: 2,2% г/г.) **поддерживает ожидания дальнейшего смягчения кредитной политики ЕЦБ.**

ЕЦБ на июньском заседании **может вновь снизить процентные ставки, но принимать решения до появления его новых квартальных прогнозов рано,** заявил журналистам глава ЦБ Нидерландов и член управляющего совета ЕЦБ Клаас Кнот.

«Мы все еще ждем новых прогнозов, - сказал господин Кнот. - Поэтому я не могу исключить очередного снижения ставок в июне, но я не могу и подтвердить его, поскольку нужно также учитывать среднесрочную перспективу». Глава ЦБ Нидерландов отметил **«сложное созвездие» проблем**, которые предстоит принять во внимание европейскому регулятору: внешнеторговая политика США представляет собой шоковый фактор как для спроса, так и для предложения, причем в последнем случае это **может стимулировать инфляцию в среднесрочной перспективе**.

Президент США Дональд Трамп в пятницу **рекомендовал ввести пошлину на импорт товаров из Европейского союза в размере 50% с 1 июня**. «Наши переговоры с ними ни к чему не приводят, - написал господин Трамп в своей соцсети Truth Social. - Поэтому я рекомендую ввести прямой тариф в 50% в отношении Европейского союза с 1 июня 2025 года». **Пошлины не будут взиматься с товаров, произведенных в США**, добавил он.

Наш базовый прогноз динамики ВВП США и Еврозоны сохраняем, тем не менее, на уровне 1,5% - 2% и 1%-1,3% г/г. Ориентируемся на неоднократно проявлявшую себя в последние месяцы **нацеленность команды Трампа на инвестиционный рост** и готовность к компромиссам для достижения этой цели.

Глава Еврокомиссии Урсула фон дер Ляйен поговорила по телефону с президентом США Дональдом Трампом и обсудила с ним пошлины. Об этом она сообщила на своей странице в соцсети X. Разговор с американским лидером госпожа фон дер Ляйен назвала хорошим. При этом она отметила, что для достижения сделки с США нужно время. «Чтобы достичь хорошей сделки, нам **потребуется время до девятого июля**», - цитирует ТАСС ее публикацию в понедельник.

Международное рейтинговое агентство **Moody's Ratings понизило долгосрочный кредитный рейтинг США до «Aa1» с «Aaa» на опасениях по поводу растущего госдолга и дефицита бюджета**. Таким образом, Moody's последним из «большой тройки» рейтинговых агентств лишило крупнейшую экономику мира наивысшего рейтинга. Ранее это сделали S&P Global Ratings и Fitch Ratings. Информация, полагаем, традиционно повысила глобальные оценочные инвестиционные риски. **Однако, рассчитываем, что её влияние на рынок будет носить ограниченный, краткосрочный характер**.

Секретарь Казначейства США Скотт Бессент в прошлые выходные подчеркнул, что принятие масштабного налогового-бюджетного законопроекта (т.н. Big Beautiful Bill) — ключевой инициативы Администрации Дональда Трампа — **подстегнет экономический рост, позволив обеспечить «перерастание» экономики существующей долговой проблемы**.

Палата представителей США 22 мая **приняла предложенный президентом Дональдом Трампом масштабный налогово-бюджетный законопроект**. «Палата представителей приняла закон, который **имеет решающее значение для развития нации и имеет решающее значение для поколений**», — отметил спикер Палаты представителей Майк Джонсон. Теперь законопроект направят на рассмотрение в Сенат, также контролируемый республиканцами.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



Согласно комментариям господина Джонсона, опубликованным на прошлой неделе, бюджет планируется представить **на подпись президенту США Дональду Трампу к Дню независимости 4 июля.**

На данный момент законопроект предполагает бессрочное продление действия для **физических лиц** налоговых послаблений принятого в декабре 2017 г. закона «О сокращении налогов и создании новых рабочих мест», «Tax Cuts and Jobs Act», TCJA, (положения о снижении налоговой ставки для корпораций в рамках TCJA являются бессрочными).

Среди указанных льгот — снижение подоходного налога для физических лиц, увеличение налогового кредита на детей и отмена налогов на чаевые и сверхурочную работу, это ключевые обещания прошлогодней предвыборной кампании. Закон также увеличивает освобождения от налогов на наследство и дарение, вводит широкий спектр налоговых льгот для бизнеса и выделяет более \$50 млрд на усиление пограничной безопасности, включая продолжение строительства стены на границе с Мексикой.

Закон предполагает **повышение лимита заимствований США на \$4 трлн.**

Оцениваем среднесрочный позитивный эффект данной налоговой новации для ВВП США в несколько десятых процента годового прироста. Данный стимулирующий пакет, таким образом, нивелирует для ВВП США кратко- и среднесрочное неблагоприятное влияние со стороны ожидаемых изменений в тарифной политике, которые в свою очередь необходимы для реализации стратегии «перерастания» долговой проблемы.

Согласно декабрьским, 2024 г. расчетам Бюджетного комитета Конгресса США, корректировки в тарифной политике США, близкие к реализуемым на данный момент (учитывалось одновременное увеличение тарифов до 10% от стоимости товаров, плюс введение 50%-ного, дополнительного к указанной пошлине, тарифа на импорт всех товаров из Китая) в перспективе 2025-2034 гг. ВВП США на 0,6%.

Отмечаем на этом фоне улучшение инвестиционного климата на развивающихся рынках, что традиционно сопровождается активизацией интереса рынка к средне- и долгосрочным вложениям на товарном сегменте.

Ключевыми драйверами, в данном случае, полагаем, по-прежнему являются ожидания ослабления нерыночных рисков, сравнительно активные меры монетарно – бюджетной поддержки спроса в ряде крупнейших развивающихся экономик и значительное продвижение законодателей в принятии **Федерального бюджета США.** Планируемое Администрацией Дональда Трампа сокращение дефицита бюджета и, опосредованно, **объема государственных заимствований** позволит нарастить объем ресурсов доступных для частных инвестиций, увеличивая, таким образом, реальный инвестиционный спрос.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



Аналитики американского банка JPMorgan **повысили рейтинг акций развивающихся рынков до «выше рынка» с «нейтрального»** на фоне ослабления торговой напряженности в отношениях Пекина и Вашингтона. «Деэскалация на американо-китайском торговом фронте уменьшает одно значительное препятствие для акций развивающихся рынков», - цитирует слова аналитиков агентство Reuters. С 2021 года акции компаний развивающихся рынков отстают от бумаг развитых на 40%, пишет JPMorgan. При этом они торгуются гораздо дешевле: коэффициент «цена/прибыль» исходя из прогнозов прибыли на год вперед для развивающихся рынков составляет 12,4 против 19,1 у развитых.

Внешнеполитическая информация в целом представляется по-прежнему благоприятной для российских инвесторов, хотя в значительной мере носит неоднозначный характер.

Прошедший в прошлый понедельник телефонный разговор президентов РФ и США, согласно комментариям помощника российского президента Юрия Ушакова, помимо центральной темы - украинского урегулирования - включал обсуждение **двусторонних экономических отношений**, перспективы которых американский президент эмоционально охарактеризовал как «**впечатляющие**».

В то же время, отмечаем информацию РИА Новости согласно которой Госсекретарь США Марко Рубио в ходе поездки в Рим заявил, что слышал **оценки о том, что в Европе хотят конфликта.**

Негативный характер для оценок глобального инвестиционного фона носит вышедшая на прошлой неделе статья The Washington Post, согласно данным которой, американский предприниматель и куратор Департамента государственной эффективности США (DOGE) **Илон Маск решил уйти из политики по соображениям безопасности**, а также из-за трудностей в достижении результатов и негативной реакции на его деятельность.

Господин Маск «глубоко обеспокоен личной безопасностью себя и своей семьи. Он не ожидал такого уровня негативной реакции против него лично или против его компаний», — сообщается в материале.

Внутриэкономический информационный фон, при этом, носил, как представляется, неоднородный характер для российского рынка акций.

С одной стороны, отмечаем выход новой информации, свидетельствующей об усилении на рынке и среди регуляторов ожиданий смягчения денежно – кредитных условий.

Наблюдающееся замедление темпов роста кредитования и охлаждение экономики дает Банку России больше возможностей для принятия решений в части денежно-кредитной политики, отметил 19 мая министр финансов РФ Антон Силуанов.

«Мы видим, что темпы, особенно корпоративного, кредитования снижаются, потребительского кредитования снижаются, поэтому видим, что и динамика экономического роста тоже охлаждается. Поэтому, мне кажется, что у ЦБ есть большое поле для возможностей в принятии решений по денежно-кредитной политике», - подчеркнул господин Силуанов в интервью журналистам ряда ведущих СМИ, - **«очередное заседание будет в следующем месяце, посмотрим, какие решения примет наш регулятор».**

С другой стороны, **обращаем внимание на публикацию во вторник очередного опроса «инФОМ», проведенного по заказу Банка России,** согласно которому, несмотря на замедление инфляции, инфляционные ожидания населения РФ в мае выросли до 13,4% против 13,1% в апреле. Этот показатель вернулся на уровень октября-ноября 2024 года (тогда он также составлял 13,4%) и растет второй месяц подряд. В марте инфляционные ожидания снизились до 12,9% с 13,7% в феврале.

Информация, как представляется, служит рынку сигналом **для охлаждения ожиданий смягчения кредитной политики руководством ЦБ.** На данный момент ожидаем сохранения неизменной Ключевой ставки по итогам заседания 6 июня. Сохраняем скорректированные в середине мая прогнозы динамики инфляции, Ключевой ставки и ставок ОФЗ на второе полугодие 2025 г.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



Совет директоров ПАО «Газпром» (219,41 руб./ао; 68%; «покупать») принял решение не выплачивать дивиденды от прибыли за 2024 год.

Решение **противоречит распоряжению правительства РФ**, предусматривающего направление на выплату дивидендов государственными компаниями не менее 50% прибыли за год. Согласно отчетности по МСФО, ПАО «Газпром» в 2024 году получил чистую прибыль в размере 1,32 трлн руб. База расчета дивидендов (чистая прибыль, скорректированная на неденежные статьи) Газпрома в 2024 г. выросла до порядка 1,43 трлн руб.

При этом компания не обнародовала причин указанного противоречащего регуляторным требованиям решения.

Необходимо напомнить, когда акционеры ПАО «Газпрома», под влиянием решений представителей государства, 30 июня 2022 г. на годовом собрании выступили против выплаты дивидендов за 2021 г. вопреки предложению совета директоров компании (месяцем ранее он рекомендовал выплатить дивиденды в размере 52,53 руб. за акцию, общий объем выплат должен был составить 1,24 трлн руб.) **мажоритарии** объяснили свое решение необходимостью **исполнения инвестпрограммы и выплаты повышенного НДПИ.**

По сути же, правительство за счет налоговых новаций, получило указанные выше средства в обход миноритарных акционеров путем повышения НДПИ для компании на размер потенциальных дивидендных выплат.

Отметим, с учетом обозначенной выше практики, что правительство – судя по выходящей статистике бюджета, на фоне исторически очень высоких ставок заимствований принимая во внимание недавнее неожиданное для широкого рынка решение совета директоров ПАО Банк ВТБ – возможно или вероятно, сейчас сравнительно сильно заинтересовано в получении дополнительных доходов от компаний с госучастием и **готово осуществлять определенную бюджетно – регуляторную поддержку таких решений.** При этом - в рамках анонсированного Минфином в начале года отсутствия «необходимости для внесения концептуальных изменений в налоговую политику для формирования доходных источников бюджета», а также учитывая поручение президента о сохранении **неизменными до 2030 года** основных новых параметров налоговой системы – регуляторы ограничены сейчас, полагаем, в возможностях реализации налогового маневра по аналогии с обозначенными выше решениями 2022 г.

На этом фоне, в отсутствие, как указано выше, комментариев менеджмента Газпрома о причинах решения о невыплате дивидендов, которое нарушает известное Распоряжение правительства от 11 июня 2021 года №1589-р, мы ожидаем подобных комментариев от представителей властей по итогам предстоящего **26 июня 2025 г.** годового общего собрания акционеров (ГОСА).

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



В отсутствие таких комментариев не считаем возможным на данный момент отказываться учитывать в оценке справедливой стоимости эмитента выплату дивидендов ПАО «Газпром» по итогам года (оцениваем их на уровне порядка 30,3 руб./ао). При этом, однако, с учетом объективного повышения рисков для оценки справедливой капитализации компании, используемая нами при расчете справедливой капитализации эмитента дисконт – поправка увеличена с 30% до 35%.

Полагаем, что компания в ближайшие несколько кварталов будет придерживаться приоритета сокращения долговой нагрузки, что, с точки зрения оценок финансовой статистики Газпрома по итогам 2025 г. способно, как представляется, ограничить позитивную динамику рентабельности.

С другой стороны, отмечаем, что размещение на прошлой неделе ООО «Газпром капитал» (100%-ной дочерней компании ПАО «Газпром») долларовых облигаций с расчетами в рублях и ставкой купона 8% после схожего по параметрам апрельского размещения бондов в евро (первое за три года), при сохранении подобной практики в ближайшие месяцы способно значимо для оценок справедливой капитализации компании снизить наши текущие прогнозы динамики стоимости долга ПАО «Газпром» в 2026 – 2027 гг.

С учетом опубликованных в мае результатов ПАО «Газпром» по МСФО за 2024 г., принимая во внимание наши прогнозы динамики рынков сбыта компании и оценок ситуации на нефтяном сегменте, прогноз чистой прибыли компании и дивидендных выплат **по итогам 2025 г. составляет 1,521 трлн руб. и 31,5 руб./ао** (против 31,8 руб./ао ранее). Прогнозное значение **EBITDA на 2025 и 2026 гг. равняется 3,2 трлн руб. и 3,6 трлн руб. соответственно.**

По-прежнему закладываем в оценки 13% среднегодовой рост экспортных поставок Газпрома в 2025 – 2031 гг., учитывая ожидаемое увеличение продаж газа в Среднюю Азию и возможную реализацию крупных совместных проектов с инвесторами из Ирана, Турции и КНР.

Оценка справедливой стоимости эмитента снижена.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



ПАО «Банк «Санкт-Петербург» (387,99 руб./ao; 3%; «держать») в I кв. 2025 г. получило чистую прибыль по МСФО в размере 15,5 млрд руб., что на 19,3% больше показателя аналогичного периода прошлого года. Рентабельность капитала в январе-марте текущего года составила 30,1% (против 29% за аналогичный период прошлого года). Кредитный портфель до вычета резервов на 1 апреля достиг 760,4 млрд руб., увеличившись по сравнению с 1 января 2025 г. на 1,2%.

При этом, Банк **подтвердил прогнозы по основным финансовым показателям на 2025 год**, говорится в презентации кредитной организации. **Рентабельность капитала в этом году прогнозируется по-прежнему на уровне выше 20%, рост кредитного портфеля - на 7-9%.** Стоимость риска ожидается на уровне порядка 100 б.п., отношение расходов к доходам - менее 30%.

По итогам публикации отчетности по МСФО за январь – март, оценка чистой прибыли банка по итогам 2025 года вновь повышена, с 52 млрд руб. до 58,1 млрд руб. (при прогнозном росте собственного капитала на 24%). Сохраняем оценку темпа роста активов БСП в 2025 г. на уровне 10%, по итогам 2026 г. закладываем в оценки прирост активов банка на 11% против 13% ранее.

Среднегодовой прогнозный прирост активов банка в 2024 г. составляет по-прежнему 14% против порядка 10% в 2012 – 2023 г., оценка по-прежнему представляется базово-оптимистичной, учитывая, что банк традиционно отстает от широкого рынка по данному показателю сохраняя сравнительно высокие уровни достаточности капитала.

Риски для снижения оценки изменения данного показателя в следующем году, полагаем, значимо **повысились** на фоне ускорения в последние кварталы инфляции и замедления динамики экономической активности. Принимаем во внимание возможное существенное ускорение индекса потребительских цен (ИПЦ) в начале II пг. 2025 г. под влиянием 12%-ного повышения тарифов на жилищно-коммунальные услуги, и учитываем сохраняющийся - в том числе с учетом проинфляционного эффекта повышения мировых внешнеторговых тарифов – среднесрочный потенциал роста цен ключевых мировых товарных рынков. **Прогнозный уровень индекса потребительских цен (ИПЦ) РФ на IV кв. 2025 г. составляет 13% - 16% г./г.**

По-прежнему полагаем, впрочем, что, если возможное, представляющееся краткосрочным по характеру, замедление инфляции – под влиянием снижения цен на нефть и укрепления курса рубля – будет использовано монетарными властями как повод для смягчения кредитной политики, среднесрочные прогнозы инфляции, Ключевой ставки и доходности рынка ОФЗ **получат импульс для понижения.**

Прогноз дивидендных выплат банка по итогам 2025 г. повышен, в сумме равен порядка 63 руб./ao против 56 руб./ao ранее. Дисконт – поправка на риски инвестиций для банка, составляет по-прежнему 30%, учитывает отраслевые прогнозы топ-менеджмента ведущих кредитных организаций, связанные с эффектом роста ключевой ставки, повышения инфляционных рисков, существенного роста волатильности курса рубля в последние месяцы и высокий уровень неопределенности, сохраняющийся, как представляется для перспектив оценок внешнего информационного фона.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



Скорректированная EBITDA ПАО «ФосАгро» (7125,75 руб./ао; 9%; «держать») по МСФО в I кв. 2025 г. **выросла на 72%** к уровню прошлого года и на 36% к показателю предыдущего квартала, до 65,2 млрд руб. Свободный денежный поток Группы «ФосАгро» составил 34,8 млрд руб. против отрицательного показателя кварталом ранее. Соотношение чистого долга к показателю EBITDA группы на конец отчетного периода снизилось до 1,41х.

Выручка и чистая прибыль акционеров составили по итогам I кв. 159,39 млрд руб. и 47,656 млрд руб. против 119,272 млрд руб. и 18,754 млрд руб. в I кв. 2024 г. Соответственно. **Драйвером улучшения статистики компании служит улучшение ценовой динамики рынков сбыта на фоне активного контроля издержек.** Группа планирует в 2025 году увеличить производство удобрений на 6%, до 12,5 млн тонн.

В 2025 – 2031 гг. по-прежнему закладываем в оценки 6%-ный среднегодовой прирост объема производства агрохимической продукции компании при 5%-ном приросте экспорта.

США будут способствовать восстановлению доступа российского экспорта сельхозпродукции и удобрений на мировой рынок. Соответствующее заявление содержится в обнародованном в конце апреля документе «Основные итоги встречи экспертных групп РФ и США».

Рассчитываем, с учетом прогнозной динамики цен рынков сбыта Фосагро, на рост EBITDA эмитента в 2025 и 2026 гг. до 220,6 млрд руб. и 297,8 млрд руб. против 170,6 млрд руб. по итогам 2024 г.

ПАО «Фосагро» объявило ранее о планах сокращения капитальных инвестиций в 2025 г. на 20% до порядка 60 млрд руб.

Совет директоров ПАО «ФосАгро» 15 мая рекомендовал выплатить дивиденды в размере 201 руб. на акцию по результатам I кв. 2025 г. В качестве даты закрытия реестра для получения дивидендов рекомендовано установить 5 июля.

На этом фоне оценка чистой прибыли эмитента по итогам текущего года составляет 117 млрд руб. Оценка суммарных дивидендных выплат по итогам 2025 г. равна порядка 600 руб./ао.

Власти РФ до конца мая примут решение по вопросу индексации цен на минеральные удобрения для внутреннего рынка, сообщил журналистам замглавы Федеральной антимонопольной службы (ФАС) РФ Виталий Королев. Информация отражает определенные риски для наших оценок, прогноз динамики внутренних цен на удобрения в рамках наших расчетов в 2025 – 2031 гг., с учетом базовых средне- и долгосрочных инфляционных прогнозов, составляет 8% - 11%.

С учетом некоторого повышения прогнозного уровня стоимости долга компании, оценка справедливой стоимости Фосагро после пересмотра повышена.

Оценка учитывает по-прежнему сравнительно низкий для бумаг в нашем покрытии, 10%-ный дисконт – поправку на риски вложений в бумаги производителя удобрений.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



Совет директоров ПАО «Сургутнефтегаз» (60,258 руб./ао и 69,79 руб./ап; 169% и 34%; «покупать») рекомендовал дивиденды на привилегированную акцию в 8,5 руб., на обыкновенную - 0,9 руб., сообщила компания.

Наш прогноз дивидендов по итогам 2024 года составлял 0,9 руб./ао и 11 руб./ап.

Компания пока не публиковала бухгалтерскую отчетность по итогам 2024 года. В полугодовой отчетности по РСБУ компания не раскрыла статистику выручки и ряда других показателей (включая информацию, свидетельствующую о размере кубышки). Убыток во II кв. был вызван в определяющей мере, с высокой вероятностью, отрицательной валютной переоценкой ликвидных активов из-за укрепления курса рубля.

Сургутнефтегаз **включен в санкционный список Евросоюза**, сообщается в официальных документах ЕС. Данная информация, полагаем - особенно с учетом продемонстрированной российским бизнесом адаптации к усилению нерыночного давления последних лет - **отражена** в используемом нами при расчете справедливой стоимости эмитента высоком для бумаг в нашем покрытии поправки на риски вложений в акции компании.

По-прежнему полагаем также, что высокие уровни дисконта—поправки на риски вложений в бумаги Сургутнефтегаза в значительной мере отражают низкую прозрачной информации отчетности компании на I пг 2024 г.

Принимая во внимание отсутствие на рынке значимой подтвержденной менеджментом информации относительно причин нового раунда значительного **снижения «прозрачности»** вложений в бумаги эмитента мы вынуждены были в прошлом сентябре повысить дисконт – поправку на риски вложений в обыкновенные и привилегированные акции ПАО «Сургутнефтегаз» до близкого к максимального для бумаг в нашем покрытии уровня в 50%, ранее данный коэффициент составлял, соответственно, 40% и 35%.

Сохраняем наши базовые прогнозы оценочного – на основе данных ОПЕК – дефицита нефтяного рынка на 2025-2026 гг. Он составляет порядка 2%-3% от объема спроса, что является исторически сравнительно высоким уровнем, способным оказать значительное влияние на цены. При этом с учетом поступающей информации о планах компенсации добычи, наиболее вероятный сценарий сместился в сторону верхней границы данного диапазона. Сохраняем сниженный в апреле базовый прогнозный уровень для цен нефти Брент по итогам первого и второго полугодия 2025 г. в \$80-\$90 и \$110-\$120 соответственно.

Третьего мая восемь участников альянса ОПЕК+, добровольно ограничивших в 2023 году добычу нефти на 2,2 млн б/с, утвердили решение со следующего месяца увеличить добычу суммарно на 411 тыс. б/с. Ранее темп восстановления добычи по плану ОПЕК+ планировался достаточно скромным, в месяц приблизительно на 135 тыс. б/с до августа 2026 года.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



В то же время, необходимо напомнить, что в середине апреля секретариат ОПЕК получил обновленные графики компенсаций ранее недосокращенной добычи нефти в соответствии с обязательствами между партнерами. Общий объем этой компенсации должен составить 4,572 млн б/с, сокращение добычи должно начаться в текущем месяцы и будет длиться по июнь 2026 г., то есть 15 месяцев. При этом самое большое общее сокращения добычи указанными странами, более чем на 0,5 млн б/с, ожидается в августе и сентябре 2025 г.

Объемы добычи нефти «Сургутнефтегазом» составили в 2024 году порядка 52-55 млн тонн, пишут «РИА Новости» со ссылкой на заявления заместителя генерального директора компании Николая Киселева. Стоит заметить, что по итогам 2023 года нефтедобыча компании составляла 56,4 млн тонн. **В перспективе 2025 – 2031 гг. ожидаем 3%-ного среднегодового прироста добычи компании ключевые риски для прогноза традиционно обусловлены политикой ОПЕК. Сохраняем прогнозный среднегодовой прирост цен на нефть Brent в 2025-2031 гг. на уровне порядка 18% против порядка 9% 2013-2024 гг. и порядка 20% в 2000 – 2012 гг.**

Оценка чистой прибыли и EBITDA компании в 2024 г. снижена до 925 млрд руб. и 540 млрд руб., **по итогам 2025 г. ожидаем повышения EBITDA эмитента до порядка 700 млрд руб.**

Прогноз дивидендных выплат по обыкновенным и привилегированным акциям компании **по итогам 2025 г. составляет 0,9 руб. и 10,7 руб. соответственно.** Полагаем, что ожидаемо слабые результаты инвестиций ликвидных активов компании будут с запасом **нивелированы** финансовыми итогами, полученными в рамках основной деятельности.

Оценка справедливой стоимости обыкновенных и привилегированных акций Сургутнефтегаза после корректировки снижена.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



Совет директоров **ПАО «МТС» (247,58 руб./ак; 14%; «держат»)** рекомендовал выплатить дивиденды в 35 рублей на акцию по итогам 2024 года, сообщила компания.

Вопрос об утверждении дивидендных выплат будет рассматриваться на годовом собрании акционеров МТС 24 июня. Предлагаемая дата закрытия реестра акционеров, имеющих право на дивиденды, - 7 июля 2025 года.

Размер дивидендов соответствует дивидендной политике компании, действующей на 2024-2026 гг. Согласно документу, целевой показатель дивидендной доходности составляет не менее 35 рублей на обыкновенную акцию в течение каждого календарного года. Политика предусматривает выплату дивидендов один раз в год с возможностью изменения периодичности выплат в течение календарного года по рекомендации совета директоров.

Прогноз дивидендных выплат ПАО «МТС» по итогам 2025 и 2026 гг. составляет по-прежнему, с учетом принятой дивидендной политики, **35 руб.**

Группа МТС допускает вероятность возвращения в дивидендную базу будущих лет средств, которые были направлены на выплаты в 2022 году, но оказались невостребованными из-за регуляторных ограничений на депозитарную программу.

Информация носит позитивный характер для оценок будущих дивидендных выплат МТС, однако, отмечаем сравнительно сильное негативное влияние на бизнес компании со стороны ужесточения внутренних кредитно – налоговых условий.

Необходимо напомнить, оценка стоимости долга группы МТС на 2025 г. с учетом ужесточения кредитных условий в последние месяцы была нами в декабре повышена до 17,8%, что неблагоприятно отразилось на средне- и долгосрочных оценках справедливой стоимости эмитента, полученных на основе методики дисконтирования денежных потоков.

Выручка ПАО «МТС» в I кв. 2025 г. составила 175,5 млрд руб., что на 8,8% превышает показатель аналогичного периода 2024 года. OIBDA группы в отчетном периоде увеличилась на 7,1% - до 63,3 млрд руб. Чистая прибыль акционеров компании в январе – марте снизилась до 4,9 млрд руб. против 39,5 млрд руб. в I кв. 2024 г.

Прогноз чистой прибыли группы МТС по итогам 2025 г., снижен нами до 36,5 млрд руб. против 47,9 млрд руб. ранее. С учетом проводящегося компанией процесса трансформации бизнеса, связанной с выделением непрофильных низкодоходных активов, ожидаем значимого улучшения финансовой статистики компании в ближайшие кварталы. Согласно комментариям генерального директора и председателя Правления ПАО «МТС» Инессы Галактионовой, «В условиях жесткой денежно-кредитной политики МТС продолжает демонстрировать существенный запас финансовой прочности, который был накоплен ранее, а также благодаря недавно объявленным мерам по сокращению затрат, повышению операционной эффективности бизнеса.

Рынок акций

События недели и ожидания

Новости



За первый квартал выручка МТС увеличилась почти на 9%, OIBDA — на 7%, что поддерживается доходами от услуг связи, медиа и рекламного сегмента. Устойчивый рост операционных доходов, запущенные меры по оптимизации издержек и трансформации позволяют нам эффективно управлять ликвидностью. Все эти факторы окажут позитивный эффект в будущих отчетных периодах на результаты деятельности, который мы обязательно продемонстрируем. Контроль над уровнем долга остается в числе наших приоритетов: уже на конец первого квартала **соотношение чистого долга к OIBDA снизилось по сравнению с прошлым кварталом до 1,8х**.

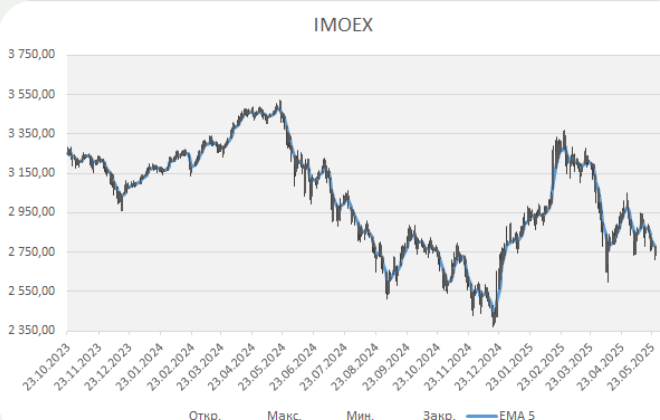
МТС в 2025 году ожидает **темпа роста выручки группы на уровне 14%, а OIBDA - примерно на 6%**, сообщил вице-президент по финансам Алексей Катунин в рамках мероприятия для инвесторов. При этом финансовая модель компании предполагает, что МТС сможет достичь показателя **в 1 трлн рублей выручки в 2027 году**, добавил он. В рамках **наших оценок**, прирост выручки и OIBDA в текущем году составляет 15% и 4% (против 13% и 5% ранее соответственно), прогноз выручки эмитента по итогам 2027 г. составляет около 1 трлн руб.

Вновь отмечаем, что ПАО «МТС» рассчитывает на благоприятные **условия для проведения IPO** в 2025 г., что даст возможность провести размещение двух активов из портфеля группы - в сфере рекламных технологий, а также кикшеринга. Об этом сообщила гендиректор и предправления ПАО «МТС» Инесса Галактионова в ходе телеконференции для инвесторов и аналитиков, посвященной финансовым показателям за IV квартал и 2024 год.

В то же время, важно подчеркнуть, что в текущем году компании **необходимо погасить очень существенные 402,3 млрд руб. долга**, что негативно отразилось на наших среднесрочных оценках справедливой стоимости эмитента.

Расчетное среднесрочное значение справедливой стоимости бумаг МТС по итогам майского пересмотра было снижено, правда, несущественно. Дисконт – поправка на риски вложений в бумаги эмитента не изменилась, составляет 25%.

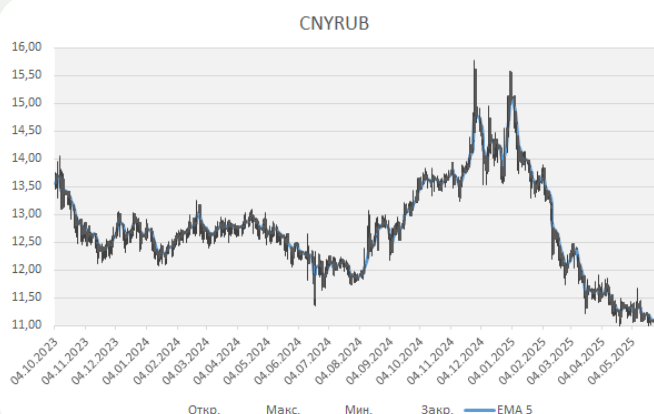
По итогам предстоящей недели преобладают шансы роста российского и американского рынков акций.



Ожидаем сравнительно благоприятной динамики цен акций, входящих в расчет индексов Мосбиржи финансов. При высоких рисках прогноза в число потенциальных лидеров рынка по итогам недели включаем акции индексов Мосбиржи химии и нефтехимии и телекоммуникаций.

При высоких рисках прогноза — обусловленных достижением курсами USDRUB и EURRUB отметок вблизи справедливых оценочных среднесрочных значений, ожидаемым увеличением, в данной связи, курсовой волатильности и на фоне усиления влияния на стоимость российской валюты нерыночных факторов — для котировок рубля к доллару США и евро по итогам предстоящей недели преобладают шансы укрепления.

При высоких рисках прогноза, в то же время, ожидаем ослабления курса рубля к китайскому юаню.



Прогнозные целевые диапазоны закрытия пятницы:

2725–2935 пунктов по индексу Мосбиржи,
41 000–43 100 пунктов по индексу DJIA,
79,00–81,00 руб. за доллар США,
89,50–91,65 руб. за евро и 10,80 –11,50 руб. за юань

Отраженная в котировках рынка деривативов вероятность снижения диапазона ставок федеральных фондов в 2025 г. **до 3,00%-3,75% снизилась до 30%** против 60% недель ранее и 70% - 80% во второй половине апреля.

Вероятность **снижения диапазона ставок федеральных фондов по итогам 2026 г. до 2,50%-3,00% снизилась до 35%** против 60% недель ранее и 30% - 50% во второй половине апреля.

Тем не менее, полагаем, что внешнеэкономическая информация, **в итоге, в рамках кратко- и среднесрочного трендов поддержит цены долгового рынка.**

Общая сумма **дополнительных расходов в рамках принятого 22 мая налогового законопроекта Дональда Трампа составляет \$3,775 трлн.**, при этом сокращения за счет урезания обязательных расходов - таких как социальная поддержка домохозяйствам с низким доходом, образовательные субсидии, программа Medicare - а также ограничения объема налоговых кредитов для развития «зеленой» энергетики в течение следующего десятилетия **составят \$1,450 трлн.** Рост государственного долга предполагается **на уровне \$3,055 трлн.**, он учитывает также планируемое увеличение бюджетных расходов на оборону, обслуживание долговой нагрузки и повышение ряда других расходов.

Бюджетное управление Конгресса (СВО), по запросу сенатора Джеффа Мёркли, 10 апреля опубликовало оценку влияния продления закона «О сокращении налогов и создании новых рабочих мест», при отсутствии каких-либо других изменений в фискальной политике и с учетом предложенной сенатором Мёрфи поправки на дополнительное сокращение доходов бюджета США на \$150 млрд ежегодно в год в течение 10-летнего прогнозного периода. Полученное СВО расчетное значение дефицита бюджета США на 2025, 2026, 2027 и 2055 гг. составило **6,7%, 6,9% и 7% и 12% против 6,2%, 5,5%, 5,2% и 7,2% согласно базовому сценарию Бюджетного управления Конгресса, обнародованному в январе 2025 г.**

Однако, необходимо напомнить, что, согласно декабрьским, 2024 г. расчетам Бюджетного комитета Конгресса США, корректировки в тарифной политике США, близкие к реализуемым на данный момент (учитывалось одновременное увеличение тарифов до 10% от стоимости товаров, плюс введение 50%-ного, дополнительного к указанной пошлине, тарифа на импорт всех товаров из Китая) в перспективе 2025-2034 гг. сократит дефицит бюджета ВВП США на \$2,7 трлн. **Это соответствует, по нашим оценкам на основе данных СВО, порядка \$300 млрд или 1% от ВВП США в среднем в 2025 – 2027 гг.**

Вновь обращаем внимание на вышедшие 29 марта комментарии главы Департамента эффективности правительства (DOGE) Илона Маска, который продемонстрировал уверенность в способности ведомства обеспечить в перспективе порядка 130 дней сокращение расходов бюджета США на 15%, что эквивалентно \$1 трлн. «Мы хотим сократить расходы за счет устранения расточительства и мошенничества и **уменьшить их на 15%, что кажется вполне достижимым**, – заявил господин Маск – Правительство неэффективно, в нем много расточительства и мошенничества.

Долговой рынок

События недели и ожидания

Новости



Поэтому мы уверены, что сокращение на 15% может быть осуществлено без ущерба для важнейших государственных служб».

Наш базовый прогноз по-прежнему предполагает снижение дефицита бюджета США к ВВП к середине 2026 г. **до порядка 5,4% против 6,2% по итогам 2024 г. при ускорении ценового индекса потребительской корзины (PCE) в первом полугодии 2026 г. до порядка 4%-5% против 2,3% по итогам марта.**

На этом фоне сохраняем наше расчетное среднесрочное значение справедливой доходности 10-летних казначейских облигаций США на уровнях **вблизи верхней границы базового прогноза в 3,6%-4,6%.**

С учетом инфляционных оценок вышедшего **во вторник очередного опроса «инФОМ»**, проведенного по заказу Банка России, полагаем внутренний информационный фон **неоднородным по характеру** с точки зрения его кратко- и среднесрочного влияния на российский долговой сегмент.

Тем не менее, на фоне комментариев главы Минфина РФ Антона Силуанова, подчеркнувшего потенциальный эффект **на политику ЦБ** со стороны **замедления темпов роста кредитования и охлаждения экономики**, отмечаем усиление на **рынке позиций инвесторов и регуляторов, ожидающих, в той или иной мере, смягчения кредитных условий в РФ.**

Президент Владимир Путин 26 мая встретится с представителями российских деловых кругов. Среди участников встречи - руководители предприятий и компаний страны, которые обеспечивают технологический суверенитет, успешно замещают ушедшие из России бренды, создают новые рабочие места в регионах, а также активно осваивают внешние рынки. Данное мероприятие состоится незадолго до проведения 6 июня очередного заседания ЦБ, посвященного вопросам кредитной политики и его итоги могут **отразить мнение регуляторов и бизнеса в отношении перспектив макроэкономической динамики и рисков, связанных с текущей «жесткой» монетарной политикой Банка России.**

Правительство РФ в рамках реализации указа президента утвердило постановление о продлении до 30 апреля 2026 г. требования **об обязательной продаже части валютной выручки экспортерами.** Документ подписан премьер-министром Михаилом Мишустинным 22 мая.

Экспортеры, которые входят в утвержденный президентским указом перечень с 25 мая 2025 года обязаны зачислять на свои счета в уполномоченных банках не менее 40% иностранной валюты, полученной по внешнеторговым контрактам, сообщило правительство. Также эти компании обязаны продавать на внутреннем рынке не менее 90% валютной выручки, зачисленной на счета в российских банках, но не менее 25% от средств, полученных в соответствии с каждым экспортным контрактом, отмечено в сообщении.

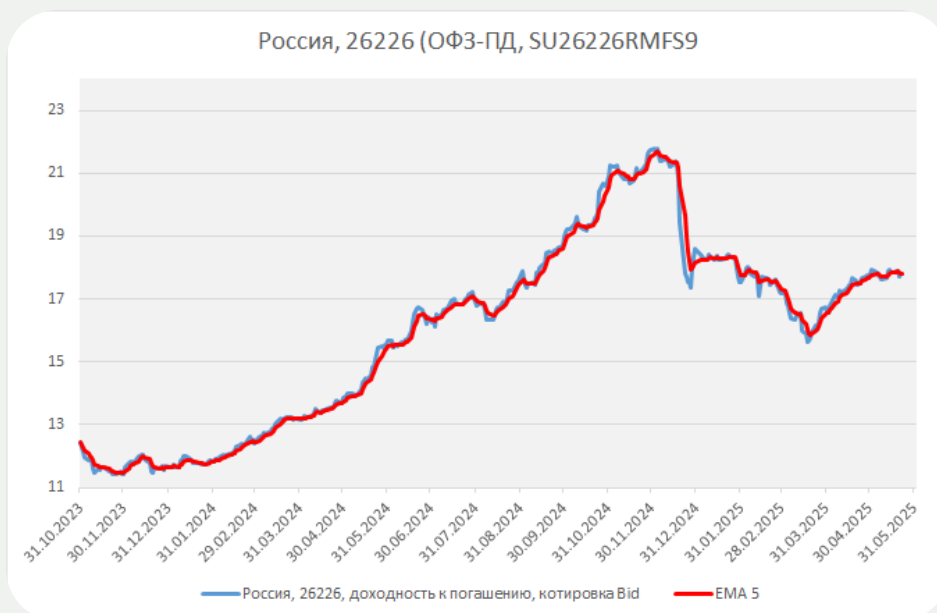
Таким образом, **базовые параметры режима остались неизменными**, как и риски для курса рубля, что, в свою очередь, носит сдерживающий характер для инфляции и инфляционных ожиданий.

Долговой рынок

События недели и ожидания

Новости

В краткосрочном периоде для ставок широкого сегмента ОФЗ преобладают шансы снижения.



Целевой усредненный уровень доходности индикативных облигаций федерального займа серии 26226 на конец предстоящей недели равен порядка 17,70%-18,00% годовых. Ожидаем итогового понижения доходности индикативных ОФЗ серий 26229, 26226, 26224, 26225 и 26240 в мае и её роста в июне 2025 г. На основе макроэкономической статистики, и с учетом рыночной ценовой динамики, усредненная индикативная оценка диапазона справедливых ставок указанных ликвидных выпусков ОФЗ на ближайший месяц составляет 15,80% - 18,00% годовых.

О компании

ПАО «Сургутнефтегаз» – третья по объемам добычи нефтяная компания в России. Чистая прибыль ПАО «Сургутнефтегаз» в 2023 г по РСБУ и МСФО составила, соответственно, 1,334 трлн руб. и 1,332 трлн руб. Ключевую роль в повышении чистой прибыли сыграл рост доходности вложений «кубышки». Мы закладываем в среднесрочные оценки значительный, до 90% от общего размера средств ликвидных активов перевод средств кубышки в дружественные валюты. Подобные изменения могут сопровождаться ростом волатильности статистики финансового результата компании.

Отсутствие практики применения регуляторами в текущей ситуации на рынке «жестких» решений в отношении компаний с высокой долей внутренних продаж топлива - позитивный драйвер для цен акций Сургутнефтегаза.

Совет директоров "Сургутнефтегаза" рекомендовал по итогам 2024 г. дивиденды на привилегированную акцию в 8,5 руб., на обыкновенную - 0,9 руб.

Преимущества

Возможное в ближайшие кварталы, с учетом повышения оценочных кредитных рисков, роста налоговой нагрузки ускорение инфляции, будет, полагаем, традиционно оказывать негативное давление на курс рубля во второй половине 2025г. В своих оценках мы также принимаем во внимание комментарии и решения регуляторов, характер которых, как правило, в последние кварталы в периоды существенного повышения инвестиционной активности сглаживает спрос на национальную валюту. Повышение оценок индикативных курсов USD/RUB и CNY/RUB традиционно повышает прогноз доходов валютной «кубышки» компании.

Фактором риска для оценок, впрочем, является оценочно – по нашим прогнозам – высокий потенциал повышения нефтяных цен, однако и с учетом этого фактора курс рубля существенно отклонился вверх от своих расчетных справедливых кратко – и среднесрочных уровней.

В условиях санкций и усиления долгосрочных предпосылок ускорения инфляции на рынке ожидаемо растет спрос на новые «защитные» инструменты. Под влиянием ожиданий увеличения доходности этих ликвидных вложений компании, обыкновенные акции Сургутнефтегаза в 2019 и 2021 году демонстрировали очень активный, на 15% - 80%, рост. По-прежнему ожидаем реализации схожего сценария в среднесрочном периоде. Рассчитываем, при высоких рисках прогноза, на восстановление соотношения цен обыкновенных и привилегированных акций эмитента во II– III кв. 2025 г. на отметках 0,55 – 0,75 против порядка 0,43 в середине мая текущего года.

Риски

С учетом нового раунда снижения «прозрачности» отчетов эмитента по итогам I кв. 2024 г., мы были вынуждены повысить дисконт – поправку на риски вложений в обыкновенные и привилегированные акции эмитента с 35% и 40% соответственно до 50%.

Ожидаем продолжения тенденции восстановления мировых цен на нефть после спада в начале года. Полагаем возможным или вероятным в ближайшие месяцы принятие бюджета и одобрения лимита заимствований законодателями США, что традиционно поддержит спрос на риск.

Сохраняем наши базовые прогнозы оценочного – на основе данных ОПЕК – дефицита нефтяного рынка на 2025-2026 гг. Он составляет порядка 2%-3% от объема спроса, что является исторически сравнительно высоким уровнем, способным оказать значительное влияние на цены. При этом с учетом поступающей информации о планах компенсации добычи, наиболее вероятный сценарий сместился в сторону верхней границы данного диапазона. Сохраняем сниженный в апреле базовый прогнозный уровень для цен нефти Brent по итогам первого и второго полугодия 2025 г. в \$80-\$90 и \$110-\$120 соответственно.

Необходимо напомнить, что в середине апреля секретариат ОПЕК получил обновленные графики компенсаций ранее недосокращенной добычи нефти в соответствии с обязательствами между партнерами. Самое большое общее сокращение добычи в рамках этих корректировок, более чем на 0,5 млн б/с, ожидается в августе и сентябре 2025 г.

Сургутнефтегаз включен в санкционный список Евросоюза, сообщается в официальных документах ЕС. Данная информация, полагаем - особенно с учетом продемонстрированной российским бизнесом адаптации к усилению нерыночного давления последних лет - отражена в используемом нами при расчете справедливой стоимости эмитента высоком для бумаг в нашем покрытии поправке на риски вложений в акции компании.

Важнейшие события

недели 26 мая – 1 июня

26 мая

- Банк России опубликует информационно-аналитические комментарии об инфляции в регионах.
- Биржи США и Великобритании закрыты (День памяти в США, Банковский выходной в Британии).

28 мая

- Состоится заседание министерского мониторингового комитета ОПЕК+ (МММС), а также встреча всех министров стран ОПЕК+.
- Федеральная резервная система США опубликует протокол заседания Комитета по открытым рынкам от 6-7 мая.

30 мая

- Министерство экономики, торговли и промышленности Японии опубликует сведения о розничных продажах в апреле.
- Индия опубликует данные о динамике ВВП за первый квартал.
- Бразилия обнародует данные о динамике ВВП за первый квартал.
- Министерство торговли США опубликует данные о доходах и расходах населения в апреле.
- Мичиганский университет опубликует окончательное значение рассчитываемого им индекса доверия потребителей к экономике США за май.

Важнейшие корпоративные события

недели 26 мая – 1 июня



26 мая

- Совет директоров ПАО «Юнипро» рассмотрит вопрос о выплате дивидендов за 2024 год.
- Акционеры ОК «Русал» на внеочередном собрании рассмотрят вопрос о дивидендах по результатам первого квартала 2025 года.

27 мая

- Совет директоров ПАО «СИБУР Холдинг» рассмотрит рекомендацию по размеру дивидендов по результатам первого квартала 2025 года.

29 мая

- ПАО «РусГидро» опубликует финансовые результаты по МСФО за первый квартал 2025 года.
- ПАО «Аэрофлот» опубликует годовой отчет за 2024 год.
- Состоятся годовые собрания акционеров следующих компаний:
ПАО «Распадская» в очно-заочной форме, Globaltrans Investment plc, ПАО «Группа Позитив».
- Состоятся годовые собрания акционеров ПАО «ФосАгро», ПАО «Акрон», инвестиционного холдинга SFI (ПАО «ЭсЭфАй», бывшее «Сафмар финансовые инвестиции»).

30 мая

- Планируют опубликовать отчетность за первый квартал 2025 года:
ПАО «Интер РАО» (операционные результаты и МСФО), ПАО «Аэрофлот» (МСФО), инвестиционный холдинг SFI (МСФО).

Контакты

Акционерное общество Инвестиционная компания «АКБФ» (Москва)

8 (800) 200-53-02 (бесплатно по России) +7 495 644-29-95 Clients@akbf.ru

Аналитический отдел

Александр Осин

аналитик по акциям

8 (800) 200-53-02 доб. 202

aosin@akbf.ru

Управление клиентского сервиса

Станислав Шулянский

начальник отдела

8 (800) 200-53-02 доб. 167

sshulyanskiy@akbf.ru

Отдел брокерских операций

Ерванд Саркисян

трейдер

8 (800) 200-53-02 доб. 154

esarkisyan@akbf.ru

Ограничение применения, ограничение ответственности и предупреждение о рисках

Данный аналитический обзор подготовлен Акционерным обществом Инвестиционная компания «АКБФ» (прежнее наименование - Акционерное общество Инвестиционная компания «Ак Барс Финанс») (далее – АКБФ).

АКБФ зарегистрировано и имеет место нахождения в Российской Федерации. АКБФ осуществляет деятельность профессионального участника рынка ценных бумаг на основании лицензий №№ 177-11176-100000, 177-11181-010000, 177-11185-001000 и 177-12174-000100, а также имеет статус инвестиционного советника (рег. № 103). Деятельность АКБФ регулируется Центральным банком Российской Федерации.

Данный документ является аналитическим обзором (по смыслу статьи 36 Commission Delegated Regulation (EC) 2017/565, дополняющей директиву о рынках финансовых инструментов 2014/65/EC ("MiFID II") – инвестиционным исследованием).

Информация, содержащаяся в данном документе (далее также - Обзор), предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, индивидуальным инвестиционным советом, индивидуальной инвестиционной консультацией или индивидуальной инвестиционной рекомендацией в понимании Федерального закона от 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», а также по смыслу MiFID II. Информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение о продаже, покупке или подписке на какие-либо ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в Обзоре, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. В Великобритании этот документ не является финансовым продвижением по смыслу у статьи 21 закона «О финансовых услугах и рынках», 2000 г. (с поправками). Этот документ не предназначен для розничных клиентов в определении MiFID II и не может быть сообщен таким лицам.

Настоящий документ не предназначен для распространения или использования любым физическими или юридическими лицами в любой юрисдикции, особенно резидентам США (включая зависимые и иные территории, принадлежащие США, любой штат США и округ Колумбия), Австралии, Канады или Японии, где такое распространение или использование противоречило бы законодательству государства инкорпорации или резидентства такого лица или где АКБФ или любая другая финансовая организация должна получить разрешение, лицензию или где существуют другие регистрационные требования или ограничения в соответствии с применимым законодательством. Этот документ не предназначен для распространения или использования европейскими инвестиционными фирмами, предоставляющими клиентам услуги по управлению портфелем или другие инвестиционные или вспомогательные услуги, за исключением случаев, когда он получен за плату. АКБФ не несет никакой ответственности за использование документа лицами, которым он не адресован.

Информация, содержащаяся в Обзоре, является исключительной собственностью АКБФ. Несанкционированное копирование, тиражирование или распространение Обзора, полностью или частично, без письменного согласия АКБФ, строго запрещено. Хотя информация, содержащаяся в Обзоре, была получена из и базируется на источниках, которые АКБФ считает надежными, АКБФ и ее сотрудники не дают в отношении неё никаких заверений или гарантий, явных или подразумеваемых.

АКБФ и ее сотрудники не несут никакой ответственности за точность или полноту любой информации, содержащейся в Обзоре, а также за то, были ли опущены какие-либо существенные факты. Вся информация, указанная здесь, может быть изменена без предварительного уведомления. АКБФ не дает никаких гарантий или заверений, что любые ценные бумаги, упомянутые в Обзоре, подходят для всех получателей; любые получатели, рассматривающие инвестиционные решения, должны обратиться за соответствующей независимой консультацией. АКБФ не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в Обзоре.

Ничто в этом документе не является налоговой, юридической или бухгалтерской консультацией.

АКБФ имеет и соблюдает соответствующие политику и процедуры по предотвращению и управлению конфликтами интересов, направленные на обеспечение объективности информации, содержащейся в настоящем документе. АКБФ и/или работники АКБФ и/или её аффилированные лица время от времени могут иметь открытые позиции или заключать сделки с финансовыми инструментами, а также могут выступать в качестве маркет-мейкера или консультанта, брокера, организатора, андеррайтера в отношении финансовых инструментов и компаний, упомянутых в данном документе, или могут быть представлены в совете директоров таких компаний. В случае возникновения таких обстоятельств АКБФ проводит соответствующие процедуры в целях предотвращения конфликтов интересов, чтобы гарантировать независимость и объективность инвестиционных исследований. Краткое содержание указанных политик и процедур в отношении конфликта интересов, касающихся инвестиционных исследований, предоставляется по запросу.

Обзор публикуется еженедельно.

Подтверждение аналитиков Аналитики, чьи имена указаны в настоящем документе, подтверждают, что:

- 1) все взгляды, изложенные в Обзорах, в точности отражают их личную точку зрения по вопросам, имеющим отношение к ценным бумагам и эмитентам, являющимся предметом Обзоров;
- 2) получают вознаграждение, зависящее от различных факторов, в том числе совокупной выручки АКБФ; никакая часть вознаграждения аналитиков АКБФ не зависит и не может зависеть, напрямую или косвенно, от рекомендаций и мнений, представленных в Обзорах.

Определение рейтингов АКБФ использует трехступенчатую систему рекомендаций по акциям эмитентов, в отношении которых осуществляется аналитическое освещение деятельности: «Покупать», «Держать» или «Продавать», а также рейтинговые пояснения: «Ограничено», «Пересмотр» и «Приостановлено».

ПОКУПАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев превышает рыночную цену на 15% и более (на момент публикации).

ДЕРЖАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев превышает рыночную цену не более чем на 15% и не ниже рыночной цены более чем на 15% (на момент публикации).

ПРОДАВАТЬ: прогнозная цена через 12 месяцев ниже рыночной цены более чем на 15% (на момент публикации).

ОГРАНИЧЕНО: при определенных обстоятельствах АКБФ не может сообщить рекомендации по акциям эмитента в связи с положениями корпоративной политики и (или) нормативными ограничениями.

ПЕРЕСМОТР: АКБФ не может сообщить рекомендации по акциям эмитента в связи с проводимым в текущий момент пересмотром оценки их справедливой стоимости.

ПРИОСТАНОВЛЕНО: если в обозримом будущем планируется или ожидается публикация важных сведений об эмитенте, аналитик может приостановить рекомендацию по соответствующему эмитенту. Это означает, что аналитик пересматривает, но в настоящее время не изменяет ныне действующую рекомендацию в ожидании появления важной информации по компании.

При вынесении рекомендаций (например, краткосрочных торговых рекомендаций) АКБФ может использовать временные рамки, отличные от указанных выше. Рекомендации, вынесенные с использованием альтернативных временных рамок, могут отличаться от рейтингов, присвоенных в соответствии с описанной выше системой..