

# Обзор банковского сектора за декабрь-январь: Рыночные качели

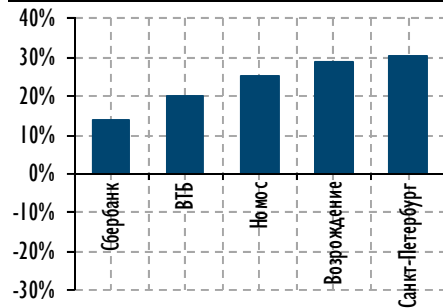


## Наши рекомендации

	Сбербанк, об.	Сбербанк, пр.	ВТБ, об.	Номос, ГДР.
Текущая цена*	90,3 руб.	66,0 руб.	7,1 коп	11,9 дол.
Целевая цена 2011	120,1 руб.	90,1 руб.	8,9 коп	18,4 дол.
Потенциал роста	33%	36%	25%	55%
Рекомендация	ЛУЧШЕ РЫНКА	ЛУЧШЕ РЫНКА	ПО РЫНКУ	ЛУЧШЕ РЫНКА

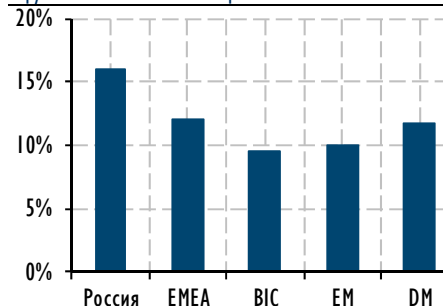
\*на 31 января 2012 г.

## Динамика акций сектора за январь



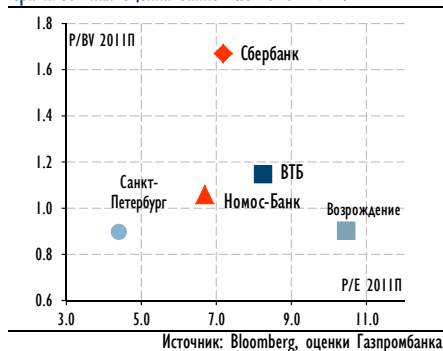
Источник: Bloomberg

## Динамика российского финансового сектора на фоне зарубежных аналогов за январь



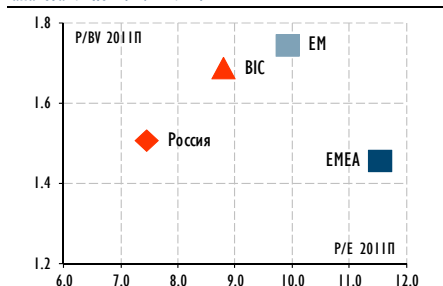
Источник: Bloomberg

## Сравнительная оценка банков по P/BVII и P/EII



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

## Сравнительная оценка российских банков с зарубежными аналогами по P/BVII и P/EII



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

В последний месяц ушедшего и первый месяц текущего года динамика акций представителей финансового сектора напоминала «качели». В декабре бумаги отечественных банков существенно снизились, однако уже в январе отыграли потери (рост от 14 до 30%). Драйверами выступили повышающиеся цены на энергоносители, позитивные результаты размещения облигаций европейскими странами, а также обнадеживающая статистика по американской экономике и риторика американского регулятора о возможном начале третьего раунда количественного смягчения (QE3).

**Лидеры и аутсайдеры за период.** По итогам двух месяцев абсолютным лидером роста оказались ГДР Номос-Банка (+25% и +18% в рублевом эквиваленте). Акции Сбербанка/ВТБ синхронно прибавили по 3%, а во втором эшелоне явно лучше выглядели бумаги банка «Санкт-Петербург» (+12%) по сравнению с акциями Возрождения (+4%). Индексу GFI (см. Приложение 2), после снижения на 11% в декабре, по итогам двух месяцев удалось вырасти на 3%, незначительно опередив отечественный рынок (индекс ММВБ прибавил 1% за аналогичный период), но не дотянув до «перформанса» мировых аналогов (индекс MSCI World Finance в рублевом выражении увеличился в декабре-январе на 8%).

**Статистика по сектору от ЦБ (ноябрь-декабрь).** Отечественный финансовый сектор завершил год на мажорной ноте. Статистика за последние два месяца прошедшего года продемонстрировала ускорение как корпоративного, так и розничного кредитования. Хорошим усилением спроса на банковские продукты в корпоративном сегменте послужила напряженная ситуация на международных рынках капитала. Депозитная база также существенно увеличилась, особенно впечатляющим следует признать 7%-й рост розничных депозитов в декабре, что стало следствием сезонного всплеска активности, а также роста ставок. Месячные показатели чистой доналоговой прибыли в ноябре/декабре (82/90 млрд. руб. соответственно) вернулись на максимальные уровни 2011 года после провала в августе-сентябре. Всего за год банки заработали 848 млрд. руб., что почти в полтора раза выше уровня 2010 года.

**Чего ждать в феврале.** Февраль будет небогат на отчетности банков. Стоит выделить лишь данные по деятельности Сбербанка за январь по РСБУ (7 февраля).

**Наши прогнозы.** Позитивный старт года для акций финансовых компаний внушает определенную долю оптимизма, однако напомним, что январское ралли лишь нивелировало декабрьское падение. Торги проходят на небольших объемах, и по сути мы снова находимся на исходных позициях конца ноября. Позитивные результаты, в частности по статистике сектора, пока не находят особого отражения в котировках – главные драйверы по прежнему находятся вне отечественного рынка. Неплохой сезон отчетности американских компаний, а также ожидания QE3 могут оставаться фактором роста, однако вряд ли продолжительное время. В то же время подвешенность «европейского вопроса» продолжает выступать серьезным риском для банковского сектора.

Мы указываем на отставание отечественных банков от динамики зарубежных аналогов за последние два месяца, а также на их сохраняющийся дисконт к средней оценке по финансовым институтам развивающихся рынков. Тем не менее, мы считаем более безопасными в краткосрочной перспективе покупки ликвидных акций, в частности Сбербанка, которые, как показала динамика в декабре-январе, являются в данный момент одними из самых низковолатильных бумаг отечественного финансового сектора. Отдельно стоит упомянуть привилегированные акции Сбербанка, которые в краткосрочной перспективе могут быть, на наш взгляд, лучше обыкновенных акций. Кроме того, несмотря на хорошую динамику последних месяцев, крайне интересной остается инвестиционная идея в бумагах Номос-Банка.

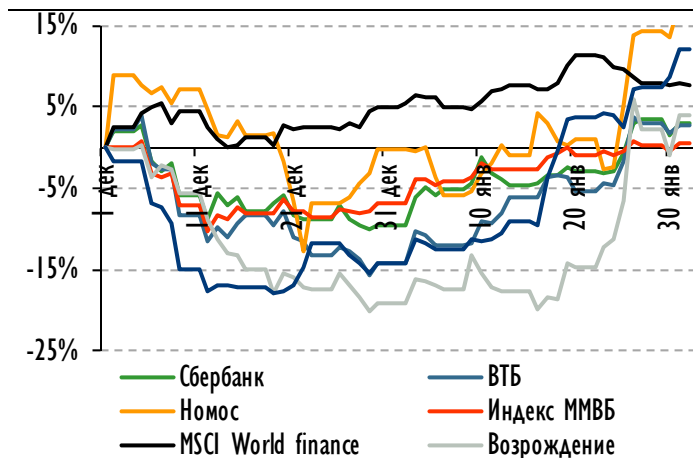
## Сравнительная динамика и относительная стоимость банков

- ▶ **Сбербанк и ВТБ – разница в волатильности.** Обыкновенные акции Сбербанка (-10% в декабре и +14% в январе) вели себя гораздо менее волатильно, чем акции ВТБ (-14% в декабре и +20% в январе), продемонстрировав, тем не менее, схожую итоговую динамику. Опубликованные в декабре консолидированные результаты ВТБ за 9М11 на фоне вышедших ранее мощных данных Сбербанка выглядели бледновато, несмотря на формальное превышение чистой прибыли по сравнению с консенсусом. Негативными моментами стали внушительные убытки по операциям с финансовыми инструментами, а также осторожные комментарии руководства относительно чистой процентной маржи на 2012 год. Тем не менее в январе бумаги ВТБ получили положительный импульс после новостей о погашении кредитов Банка Москвы, ранее отнесенных к категории проблемных, на 43 млрд руб.
- ▶ **Привилегированные акции Сбербанка – спред несколько расширился.** Спекулятивная игра на конвертации привилегированных акций Сбербанка в обыкновенные приостановилась. По итогам двух месяцев дисконт «префов» к «обычке» вырос с 23% до 27%, вновь достигнув августовского уровня. На наш взгляд, текущий спред представляется привлекательным для инвестиций в привилегированные акции Сбербанка в краткосрочной перспективе, особенно в ожидании скорого закрытия реестра акционеров (ориентировочно в середине апреля) для выплаты дивидендов. Мы ожидаем, что доходность по «префам» будет более чем в 1,5 раза выше по сравнению с доходностью по обыкновенным акциям (3,6% против 2,2%).
- ▶ **Номос-Банк – абсолютный лидер в декабре-январе.** GDR Номос-Банка (0% в декабре и +18% в январе) стали абсолютным лидером роста. На наш взгляд, в динамике бумаг Номоса нашли отражение фундаментально сильные результаты за 9М11, о которых мы упоминали в предыдущем банковском обзоре и которые так и не были отыграны в ноябре. Кроме того, опережающая динамика GDR Номос-Банка подтвердила привлекательность его текущей оценки по отношению к госбанкам (дисконт по P/BV11 8-36% и 7-19% по P/E11).
- ▶ **Акции второго эшелона: Банк Санкт-Петербург сильнее Банка Возрождение.** Акции Банка Санкт-Петербург (-14% в декабре и +30% в январе) существенно опередили бумаги Возрождения (-19% в декабре и +28% в январе). Мы отмечаем отсутствие значимых событий по обоим банкам, за исключением новостей с M&A фронта, которые становятся одними из ключевых драйверов этих бумаг. Январские новости о приостановке переговоров по продаже контрольного пакета Возрождения бывшему владельцу Промстройбанка Владимиру Когану оказали негативное влияние на акции банка, поскольку факт этих переговоров был ранее подтвержден на официальном уровне. В то же время сообщения о покупке Банка Санкт-Петербург пока остаются слухами, что подтвердил в недавнем интервью председатель правления банка Александр Савельев.
- ▶ **Относительная стоимость: дисконты вновь растут.** Некоторое отставание отечественного банковского сектора от зарубежных аналогов в декабре-январе предопределило рост дисконтов по относительной стоимости. В частности, в сравнении со средним значением по развивающимся рынкам (EM), Сбербанк в данный момент торгуется с 2%-ным дисконтом по P/BV 2011 и 35%-ным дисконтом по P/E 2011 (премия 5% и дисконт 30% соответственно в ноябре). Показатели относительной стоимости ВТБ также стали более привлекательными – банк торгуется с 33%-ным и 25%-ным дисконтами по P/BV 2011 и P/E 2011 (в ноябре – дисконты 27% и 20%). Сравнительная оценка по нормализованным P/BV 2011 и P/E 2011 (методику расчета см. в Приложении 1) в среднем увеличивает дисконты отечественных банков: для Сбербанка – 22% (P/BV 2011) и 36% (P/E 2011), для ВТБ – 21% (P/BV 2011) и 49% (P/E 2011).



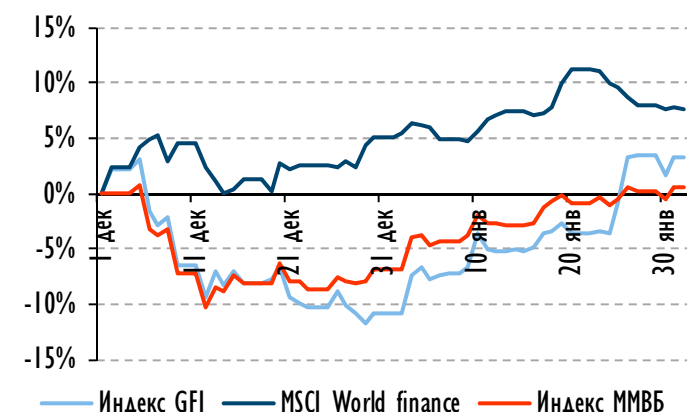
## Сравнительная динамика акций банков

Общая сравнительная динамика



Источник: Bloomberg

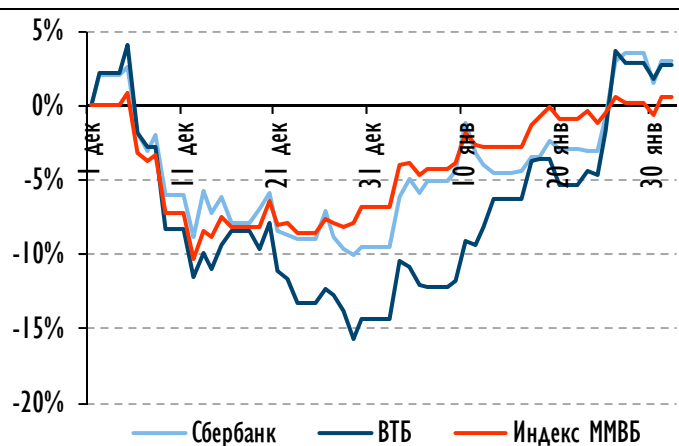
Сравнительная динамика индекса GFI\*, индекса ММВБ и индекса MSCI World Finance (в рублевом эквиваленте)



\* методика расчетов приведена в Приложении 2

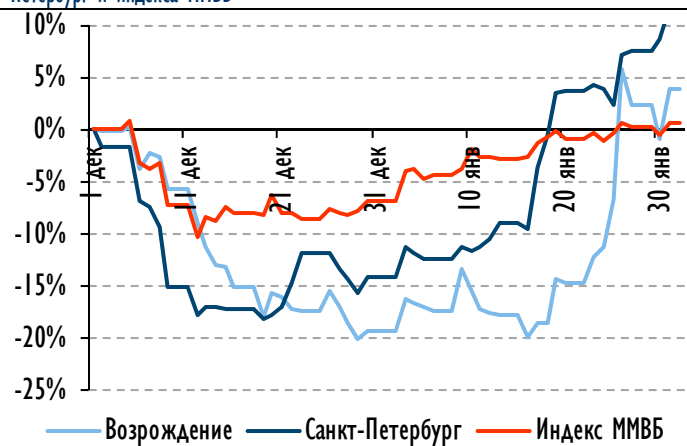
Источник: Bloomberg

Сравнительная динамика обыкновенных акций Сбербанка, ВТБ и индекса ММВБ



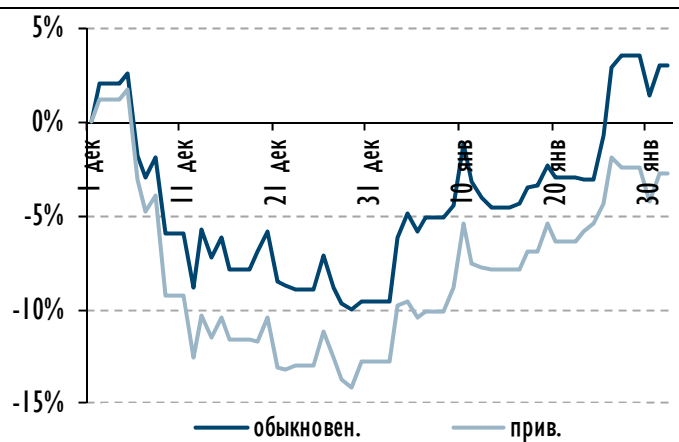
Источник: Bloomberg

Сравнительная динамика обыкновенных акций банков Возрождение, Санкт-Петербург и индекса ММВБ



Источник: Bloomberg

Сравнительная динамика обыкновенных и привилегированных акций Сбербанка



Источник: Bloomberg

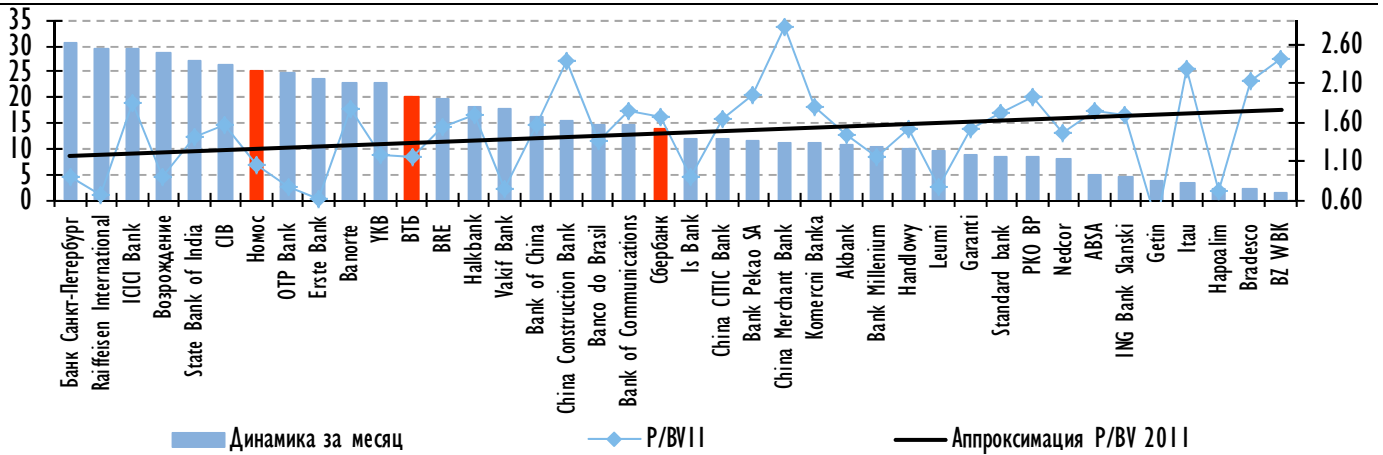
Дисконт привилегированных акций Сбербанка к обыкновенным



Источник: Bloomberg

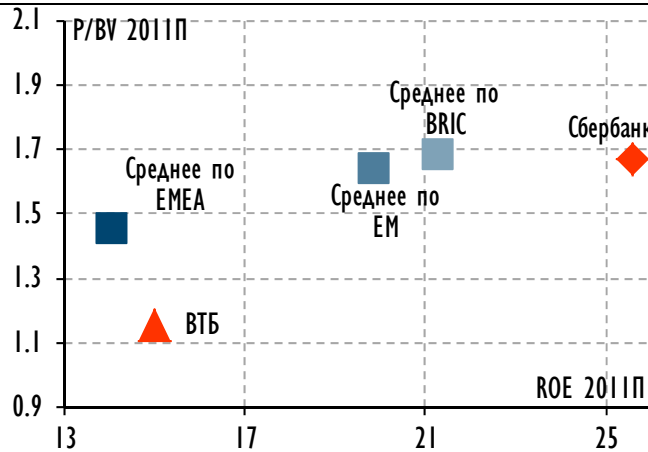
## Относительная стоимость банков

Динамика основных банков развивающихся рынков за месяц и относительная стоимость по P/BV 2011П



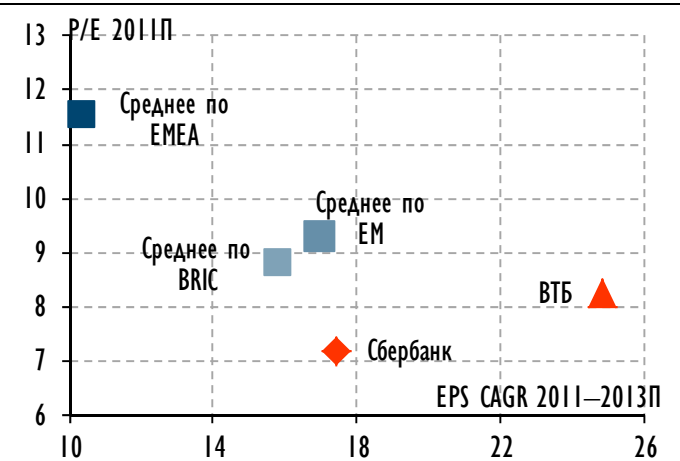
Источник: Bloomberg, расчеты и оценки Газпромбанка

Относительная стоимость по P/BV и ROE 2011П



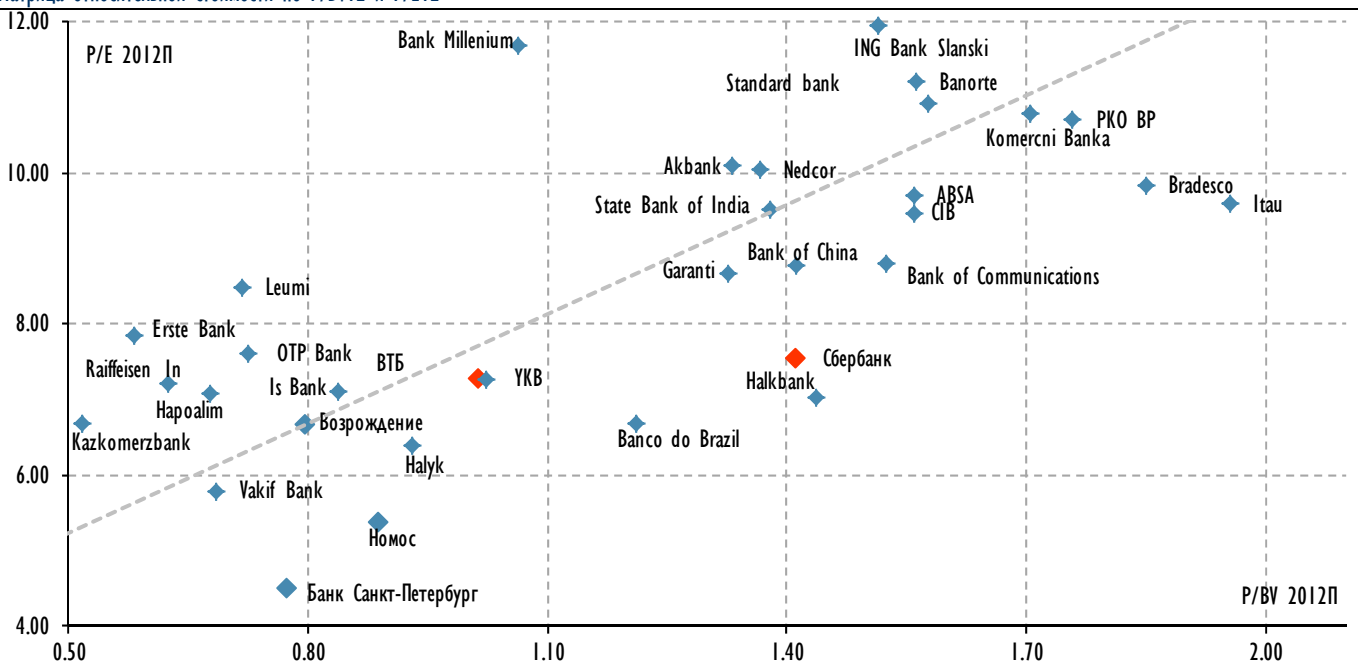
Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Относительная стоимость по P/E 2011П и EPS CAGR 2011-2013П



Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка

Матрица относительной стоимости по P/BV12 и P/E12

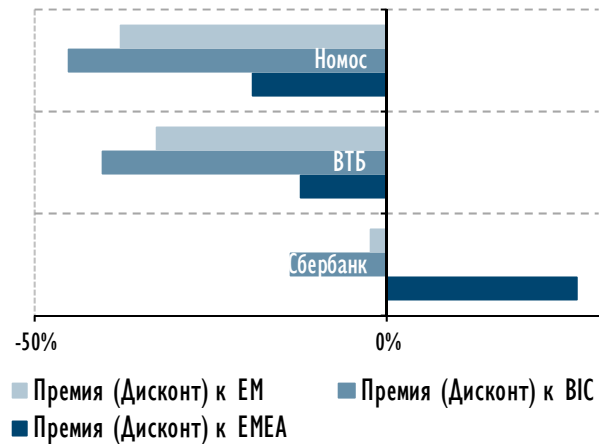
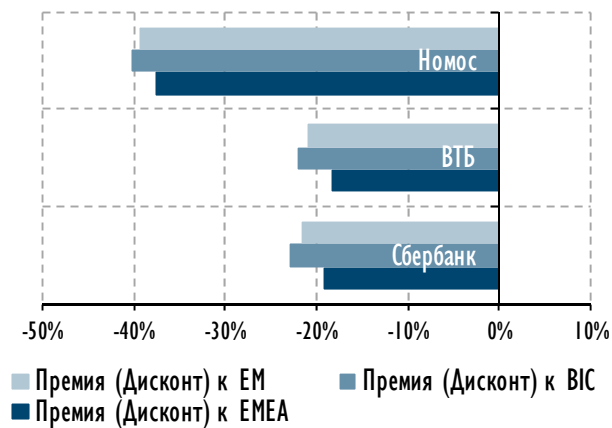


Источник: Bloomberg, оценки Газпромбанка



Премия (Дисконт) по P/BV 2011П с поправкой на разницу в доходности и достаточности капитала\*

Премия (Дисконт) по P/BV 2011П без поправки на разницу в доходности и достаточности капитала



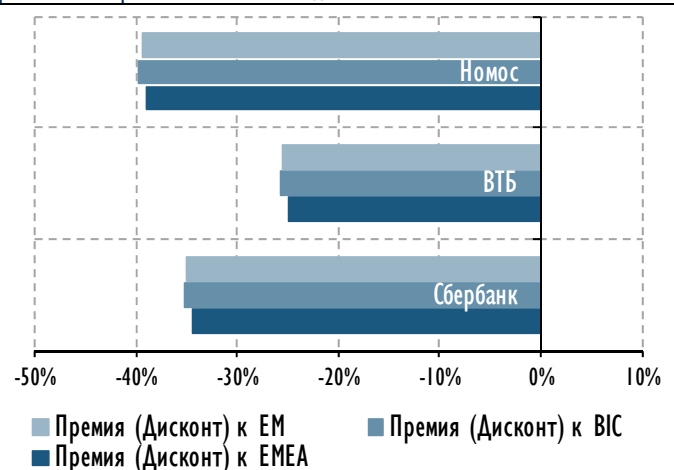
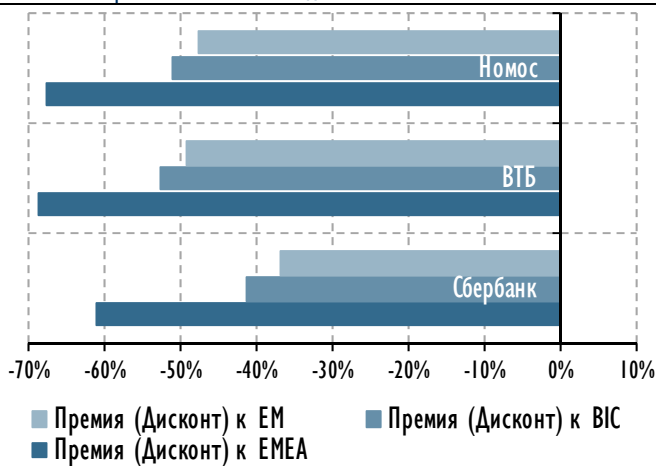
\* методика расчетов приведена в Приложении I

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Премия (Дисконт) по P/E 2011П с поправкой на разницу в ожидаемых темпах роста чистой прибыли в 2011-2013 годах\*

Премия (Дисконт) по P/E 2011П без поправки на разницу в ожидаемых темпах роста чистой прибыли в 2011-2013 годах



\* методика расчетов приведена в Приложении I

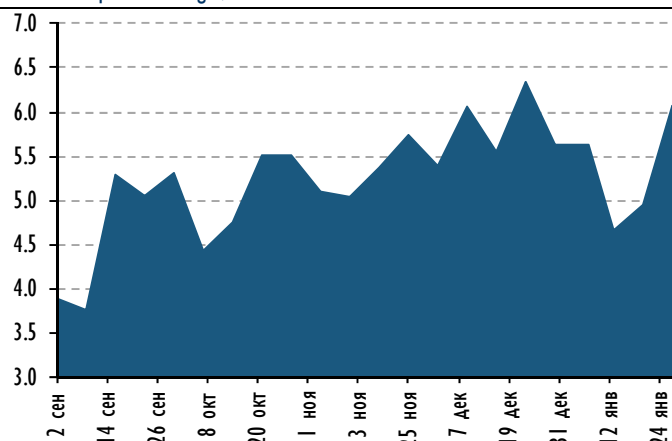
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка



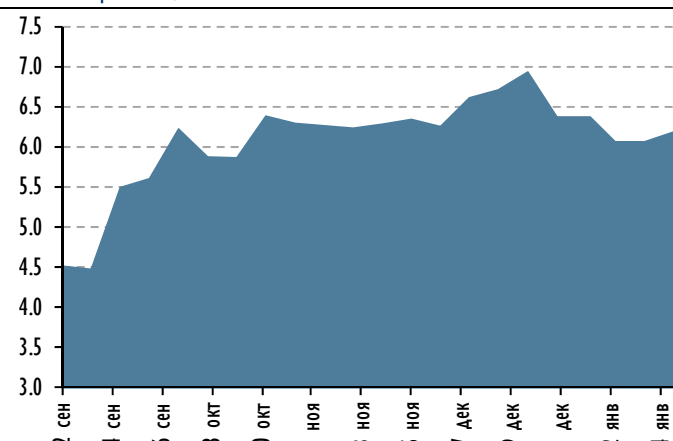
## Показатели ликвидности банковского сектора и ставки денежного рынка

Ставка Mosprime overnight, %



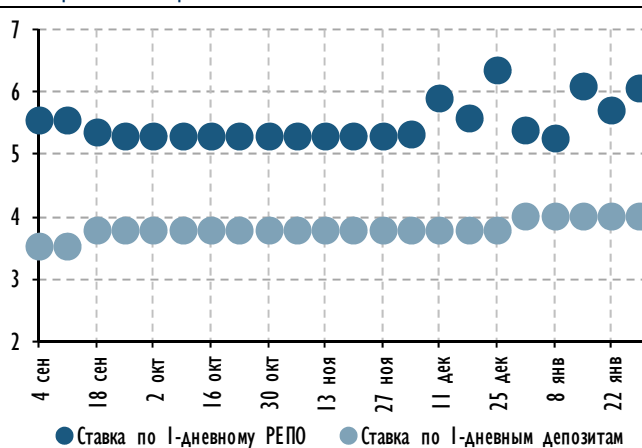
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Ставка Mosprime 3М, %



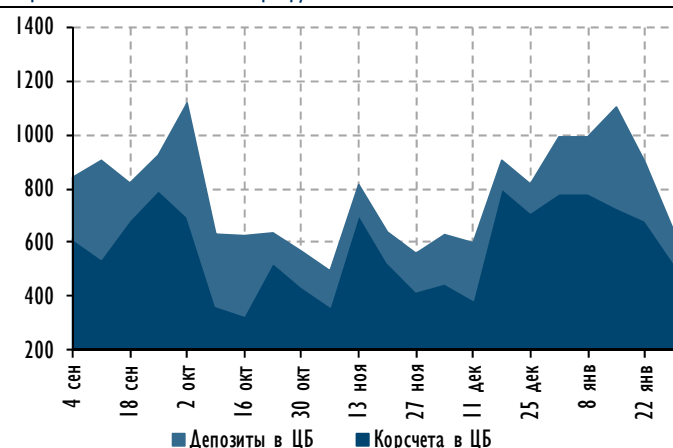
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Ставки привлечения и размещения ЦБ, %



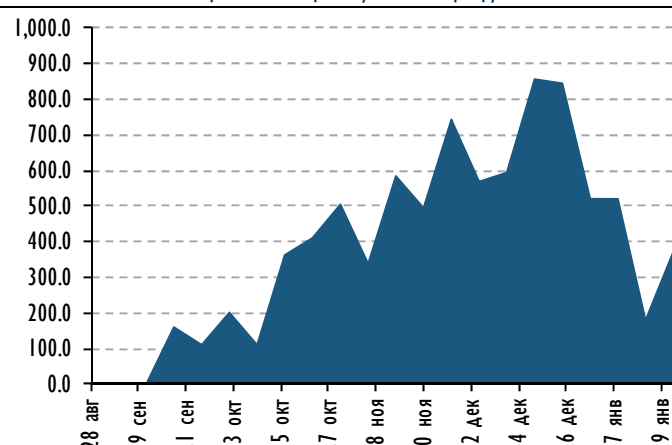
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Корсчета и депозиты в ЦБ, млрд руб.



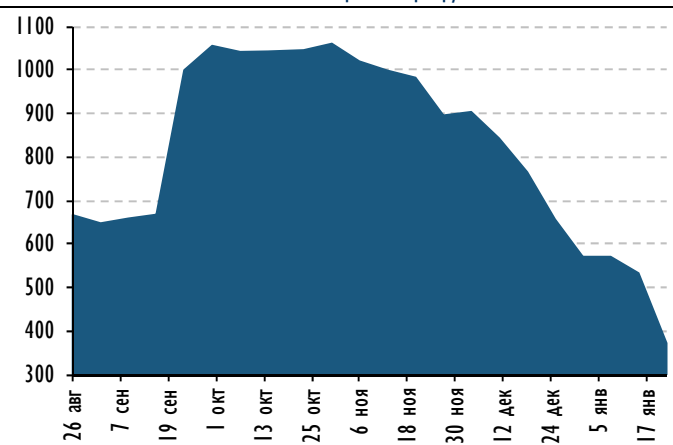
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Объем задолженности перед ЦБ по прямому РЕПО, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

Объем задолженности по депозитам Минфина, млрд руб.



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

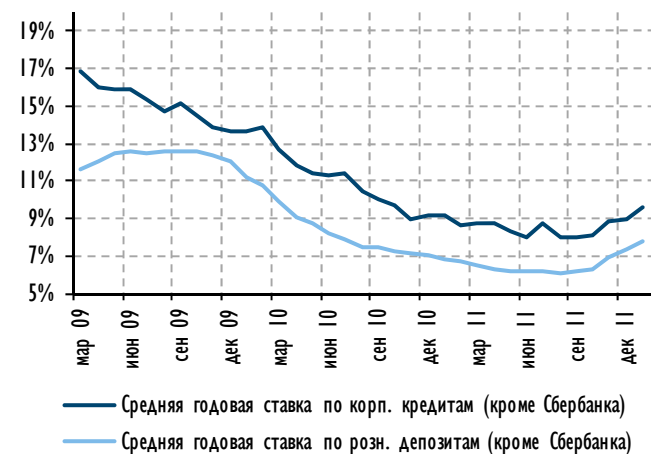


## Статистика по сектору от ЦБ за ноябрь-декабрь

- ▶ Активы банковской системы увеличились на 3,7% в ноябре и на 4,4% в декабре м/м (+23,1% по итогам 2011 года) и показали самые высокие месячные темпы роста после сентября, когда они увеличились на 5,5%. Основным фактором роста стал сезонный приток бюджетных средств, о чем свидетельствует ускоренный рост ликвидности в активах и корпоративных вкладах в обязательствах.
- ▶ Розничные/корпоративные кредиты прибавили 3,1/3,4% в ноябре и 4,0/1,5% в декабре м/м (+35,9/26,0% по итогам 2011 года), совокупный кредитный портфель увеличился на 5,5% за ноябрь-декабрь (+28,2% по итогам 2011 года). Для сравнения: в октябре кредитный портфель вырос на 1,4% м/м.
- ▶ Объем розничных депозитов на счетах банков вырос в октябре на 1,7%, а в декабре выстрелил сразу на 7,3% (+10,8% с начала года), что стало отражением как сезонного фактора (выплат новогодних премий сотрудникам), так и роста ставок по депозитам в конце года. По итогам 2011 года объем розничных депозитов на счетах банков вырос на 20,9%.
- ▶ Корпоративные вклады прибавили 4,4% в ноябре и 3,5% в декабре (по итогам 2011 года рост составил 16,5%). Уверенно росли как счета до востребования (+9,5% за ноябрь-декабрь), так и срочные вклады (+7% за ноябрь-декабрь).
- ▶ По итогам ноября-декабря уровень просроченной задолженности по корпоративным кредитам снизился до 4,6% (5,0% в октябре). Качество розничных кредитов также продолжает улучшаться (5,2% против 5,8% в октябре).
- ▶ Месячная доналоговая прибыль составила 82,0 млрд руб. в ноябре и 90,2 млрд руб. в декабре (по итогам 2011 года банки заработали 848,2 млрд руб., что на 48% выше уровня 2010 года). Показатели ноября-декабря вновь вернулись на рекордные месячные уровни 2011 года после провала в августе-сентябре, вызванного турбулентностью на финансовых рынках – главным драйвером, на наш взгляд, стало сезонное ускорение темпов кредитования. Доналоговый ROE в декабре составил 21,7% против 12,7% в октябре. По итогам года показатель достиг 17,4% (12,3% в 2010 году).
- ▶ Спред между средней годовой ставкой по корпоративным кредитам и розничным депозитам (за исключением Сбербанка) остается стабильно низким (1,8 п.п. в декабре против 1,9 п.п. в октябре), однако средние ставки как привлечения, так и размещения довольно существенно увеличились, отражая напряженную ситуацию с ликвидностью. Средняя ставка по корпоративным кредитам/розничным депозитам достигли 9,6%/7,8% в декабре против 8,1%/6,3% в сентябре.

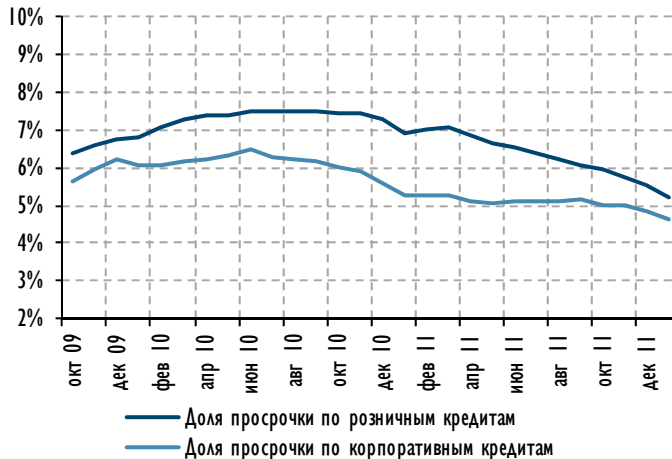
## Статистика по сектору (РСБУ)

Средняя годовая ставка по корп. кредитам и розн. депозитам (кроме Сбербанка)



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

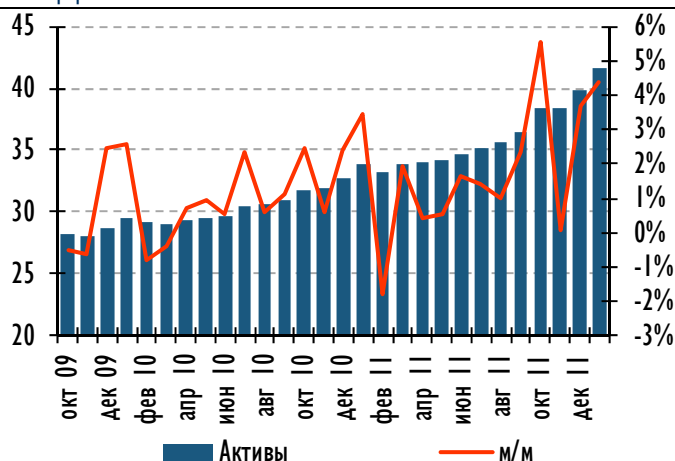
Доля просроченных кредитов



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

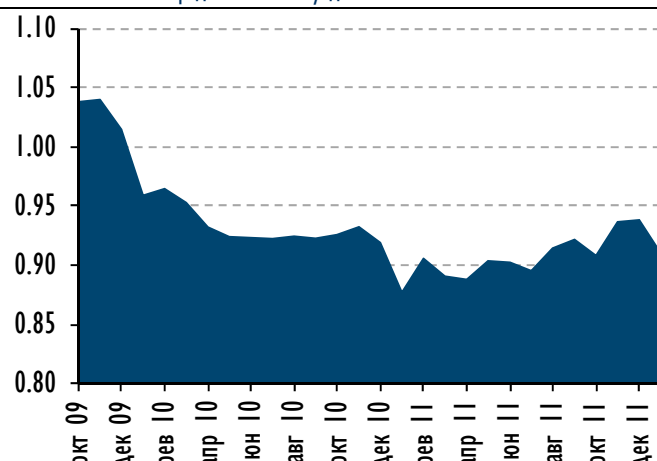


## Темп прироста активов



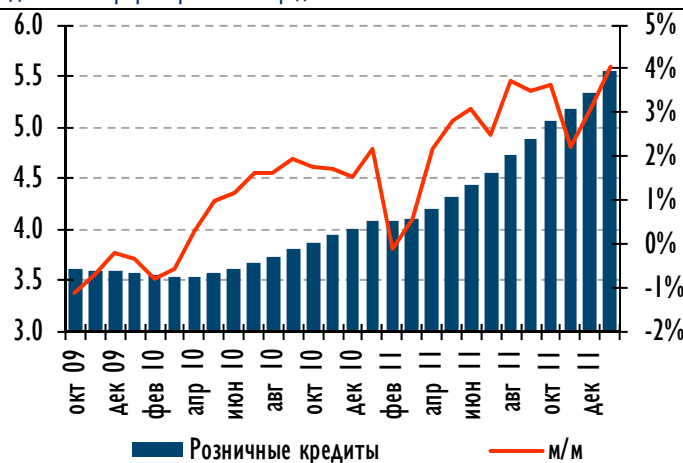
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

## Отношение объема кредитов к объему депозитов



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

## Динамика портфеля розничных кредитов



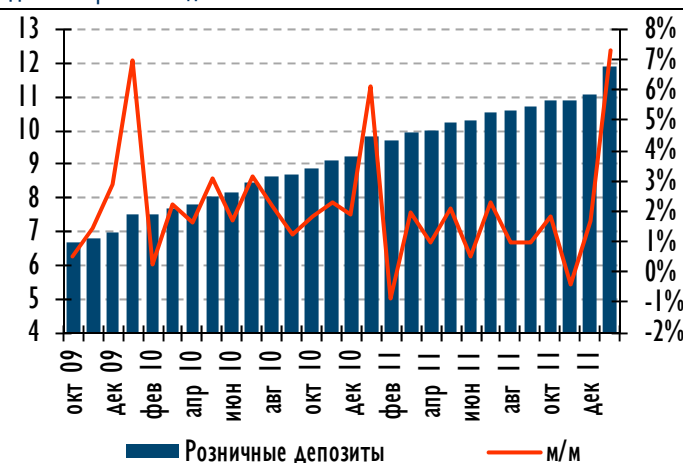
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

## Динамика портфеля корпоративных кредитов



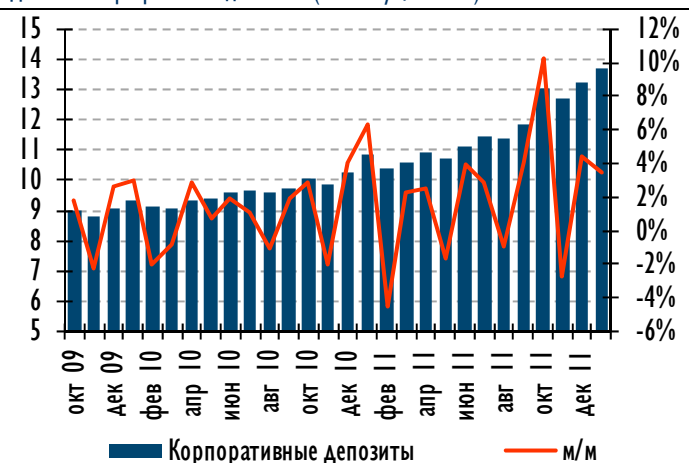
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

## Динамика розничных депозитов



Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка

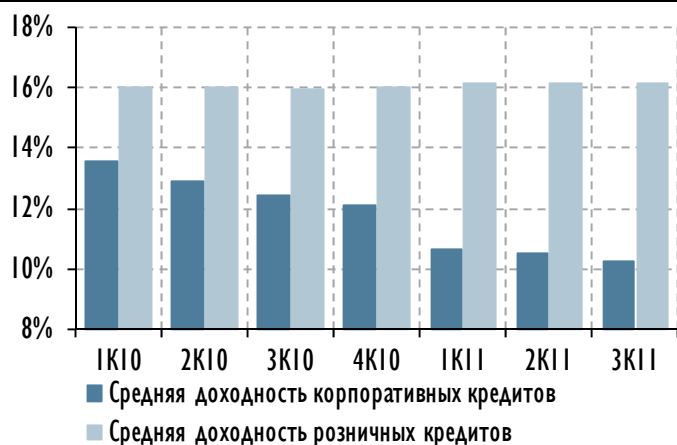
## Динамика корпоративных депозитов (вкл. текущие счета)



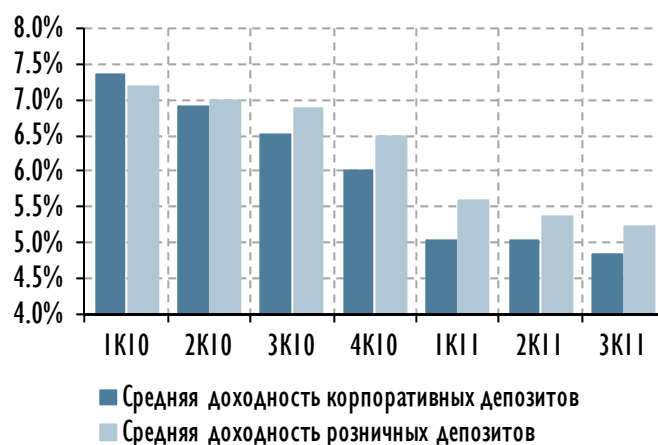
Источник: ЦБ РФ, расчеты Газпромбанка



## Средняя квартальная доходность по кредитам



## Средняя квартальная доходность по депозитам



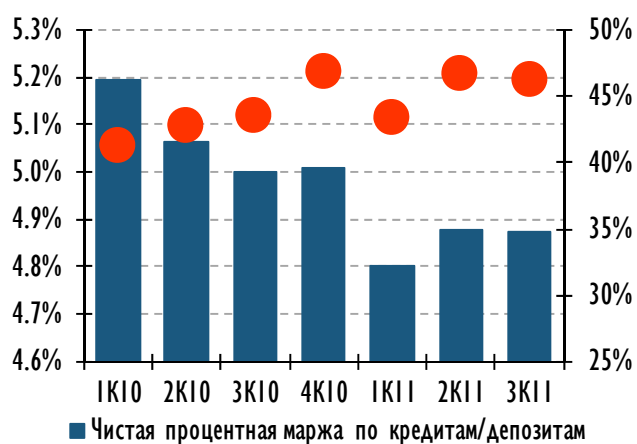
Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

## Месячная доналоговая прибыль и среднесуточный ROE



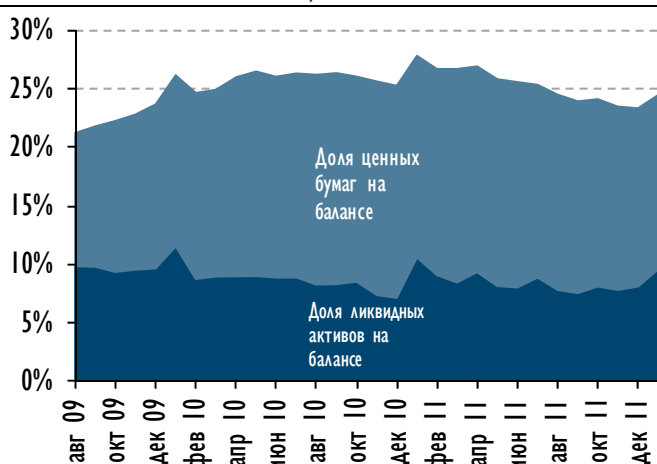
## Квартальные значения NIM и коэффициента «Расходы/Доходы»



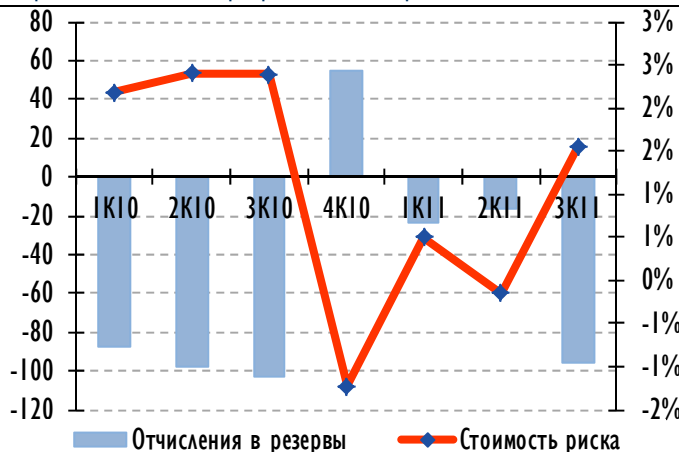
Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

## Доля ликвидных активов и ценных бумаг на балансе



## Квартальные отчисления в резервы и стоимость риска



Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

Источник: Банк России, расчеты Газпромбанка

## Приложение 1: Методика расчета поправок в оценочные мультипликаторы P/BV и P/E

### P/BV

Зачастую, основными (но не единственными) элементами, делающими мультипликаторы P/BV несопоставимыми, являются разная рентабельность капитала (ROE), а также разный уровень капитализированности (достаточности капитала).

В качестве сравнительной базы по капитализированности мы решили взять фактическое отношение балансовой стоимости капитала к балансовой стоимости активов (BV/Assets) за 2010 в силу доступности данного показателя, а также с целью исключить влияние подходов к оценке капитала и взвешиванию активов по рискам.

В качестве сравнительной базы по рентабельности капитала мы взяли среднее значение по ожидаемому ROE на 2011–2013 гг. с целью сгладить возможные экстремумы в годовых значениях (для Сбербанка, ВТБ и Номос-Банка мы использовали собственные ожидания, для всех остальных компаний – консенсус Bloomberg).

Для более корректного анализа мы привели показатели по всем сравнительным группам к единому знаменателю. Для этого мы на первом этапе получили нормализованную доходность на капитал путем умножения стандартного ROE на коэффициент, получающийся как результат деления фактического BV/Assets на референтный (в качестве референтного мы взяли значение 8%).

На втором этапе мы нормализовали мультипликатор P/BV путем деления оценочного значения на коэффициент, получающийся в результате отношения нормализованного ожидаемого ROE (среднего значения за 3 года) на референтное значение (в качестве референтного мы использовали 15%). Выбор референтных значений влияет лишь на абсолютные итоговые цифры, но не искажает сравнимости показателей.

### P/E

Для более корректного сравнения мультипликаторов P/E мы использовали поправку на ожидаемые среднегодовые темпы роста прибыли на акцию (EPS) на ближайшие 3 года: 2011–2013 (для Сбербанка, ВТБ и Номос-Банка мы использовали собственные ожидания, для всех остальных компаний – консенсус Bloomberg). Для этого оценочное значение P/E мы разделили на коэффициент, получающийся в результате отношения ожидаемого EPS CAGR 10-13 на референтное значение (в качестве референтного мы использовали 15%).

Несмотря на некоторую компромиссность данных подходов, получающиеся премии/дисконты в сравнительных оценках по адаптированным мультипликаторам P/BV и P/E выглядят, на наш взгляд, значительно более адекватно, чем их «сырые» аналоги.

## Приложение 2: Методика расчета GFI

GFI (GPB Financial Index) рассчитывается Департаментом анализа рыночной конъюнктуры Газпромбанка на основе средневзвешенного значения входящих в него акций в рублях или рублевом эквиваленте. Веса присваиваются, исходя из средней капитализации за последний месяц.

Эмитент	Доля в индексе
Сбербанк АО	65%
Сбербанк АП	2,3%
ВТБ АО	28%
Номос-Банк АО	2,7%
Банк «Санкт-Петербург» АО	1,3%
Возрождение АО	0,7%



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов

Вице-президент — Начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

#### Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

#### Банковский сектор

Андрей Кляпко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

#### Макроэкономика

Анна Богдюкевич

+7 (495) 983 18 00, доб. 54085

#### Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

#### Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

#### Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов

+7 (495) 988 23 44

Анна Курбатова

+7 (495) 913 78 85

#### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

Алексей Дёмкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

Алексей Михайлов

+7 (495) 983 18 00, доб. 29014

#### Кредитный анализ

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00, доб. 21417

#### Редакторская группа

Михаил Сиделёв

+7 (495) 983 18 00, доб. 54084

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

### Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

##### Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина

+7 (495) 988 23 75

##### Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войничонис

+7 (495) 983 74 19

Антон Жуков

+7 (495) 988 24 11

### Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

##### Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

##### Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

### Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

##### Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

##### Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 — 2012. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.