

ЛОКАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ В ЮАНЯХ: РАЗВОРОТ НА ВОСТОК

С июля на российском рынке появился качественно новый класс инструментов – локальные облигации в юанях, расчеты по которым происходят на Московской бирже.

Первым на этот рынок вышел РУСАЛ, а всего с начала года объем размещений составил 34,7 млрд юаней (эквивалент 290 млрд руб.) в рамках десяти траншей от шести эмитентов.

Российская экономика остается экспортно ориентированной. Для эмитентов локальные юаневые облигации – это альтернатива внешним заимствованиям, которые ранее проводились на рынке еврооблигаций в долларах, евро, франках и т.п.

Инвесторам такой инструмент позволяет вкладываться в валютные активы с низким инфраструктурным риском. Фактор ожидаемого ослабления рубля в среднесрочной перспективе повышает их спекулятивную привлекательность.

Переориентация торговых потоков в Китай и переход на расчеты с торговыми партнерами в валюты «дружественных» юрисдикций (в первую очередь, юань) продолжают способствовать насыщению локального рынка ликвидностью.

Мы ожидаем, что рынок корпоративных юаневых заимствований продолжит расти и не исключаем, что в какой-то момент на него выйдет Минфин, который планировал размещение ОФЗ в юанях еще в 2016 г.

РУСАЛ в конце июля 2022 г. провел первое в истории размещение в юанях на российском долговом рынке. Компания разместила два транша совокупным объемом 4 млрд юаней на срок 2 года под ставку купона 3,90%, что соответствовало доходности 3,94%.

Это стало первым размещением облигаций в юанях на локальном рынке РФ. Ранее среди российских компаний (см. Таблица 1) облигации в юанях размещал сам РУСАЛ – это были два выпуска панда-облигаций на материковом рынке Китая в 2017 г. Тогда компания привлекла 1+0,5 млрд юаней на срок 2+1 лет со ставкой купона 5,5% годовых. В 2010–2014 гг. ряд российских банков также разместили шесть выпусков общим объемом 6,75 млрд юаней на рынке офшорных облигаций Китая (Dim Sum), а в 2018 г. аналогичный выпуск осуществила компания «РусГидро».

Высокий спрос способствовал скорому выходу на рынок других эмитентов с аналогичными сделками. Так, на момент публикации отчета на локальном рынке уже были представлены 10 выпусков от шести эмитентов совокупным объемом 34,7 млрд юаней (см. Таблицу 2).

Таблица 1. Размещения Dim Sum и панда-облигаций в 2010-2018 гг.

ДАТА	ОБЛИГАЦИЯ	ОБЪЕМ РАЗМЕЩЕНИЯ, МЛРД ЮАНЕЙ	КУПОН	ДОХОДНОСТЬ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ, %	СРОК ЭФФЕКТИВНОГО ОБРАЩЕНИЯ	ПОГАШЕНИЕ	ISIN
10.12.2010	ВТБ, 2013	1,00	2,95%	2,95	3,0	23.12.2013	HK0000073897
16.10.2012	ВТБ, 2015	2,00	4,50%	4,50	3,0	30.10.2015	XS0847441317
24.01.2013	Россельхозбанк, 2016	1,00	3,60%	3,60	3,0	04.02.2016	HK0000138237
31.01.2013	Банк Русский стандарт, 2015	1,25	8,00%	-	2,0	14.02.2015	XS0886631281
04.02.2013	Газпромбанк, 2016	0,50	4,00%	4,00	3,1	24.02.2016	XS0888100319
23.01.2014	Газпромбанк, 2017	1,00	4,25%	-	3,0	30.01.2017	XS1026025103
17.03.2017	РУСАЛ, март 2020	1,00	5,50%	5,50	3,0	20.03.2020	n/a
04.09.2017	РУСАЛ, сентябрь 2020	0,50	5,50%	5,50	3,0	04.09.2020	n/a
15.11.2018	РусГидро, 2021	1,50	6,125%	6,22	3,0	21.11.2021	XS1912655054

Источники: Cbonds

Андрей Кулаков, CFA, FRM

+7 (499) 277 25 30

Andrey.Kulakov@gazprombank.ru

Александр Камышанский

Aleksandr.S.Kamyshanskiy@gazprombank.ru

Таблица 2. Размещения локальных юаневых облигаций

ДАТА	ОБЛИГАЦИЯ	ОБЪЕМ В ОБРАЩЕНИИ, МЛРД ЮАНЕЙ	КУПОН, %	ДОХОДНОСТЬ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ, %	СРОК ЭФФЕКТИВНОГО ОБРАЩЕНИЯ	РЕЙТИНГ ЭМИТЕНТА, АКРА/ ЭКСПЕРТ РА	ISIN
03.08.2022	РУСАЛ, БО-05	2,0	3,90	3,94	2,0	A+(RU)/-	RU000A105104
03.08.2022	РУСАЛ, БО-06	2,0	3,90	3,94	2,0	A+(RU)/-	RU000A105112
30.08.2022	Полюс, ПБО-02	4,6	3,80	3,84	5,0	-/ruAAA	RU000A1054W1
16.09.2022	Металлоинвест, 001P-01	1,0	3,10	3,14	2,0	AAA(RU)/-	RU000A1057A0
16.09.2022	Металлоинвест, 001P-02	1,0	3,70	3,75	5,0	AAA(RU)/-	RU000A1057D4
20.09.2022	Роснефть, 002P-12	15,0	3,05	3,07	2,0	-/ruAAA	RU000A1057S2
27.10.2022	РУСАЛ, БО-001P-01	6,0	3,75	3,79	2,5	A+(RU)/-	RU000A105C44
10.11.2022	Сегежа Групп, 003P-01R	1,0	4,15	4,22	3,0	-/ruA+	RU000A105EW9
11.11.2022	ЕАБР, 003P-004	1,9	3,50	3,53	3,0	AAA(RU)/-	RU000A105EV1
22.11.2022	Южуралзолото, 001P-01	0,7	3,95	3,99	2,0	AA-(RU)/ruAA-	RU000A105GS2

Источники: Cbonds

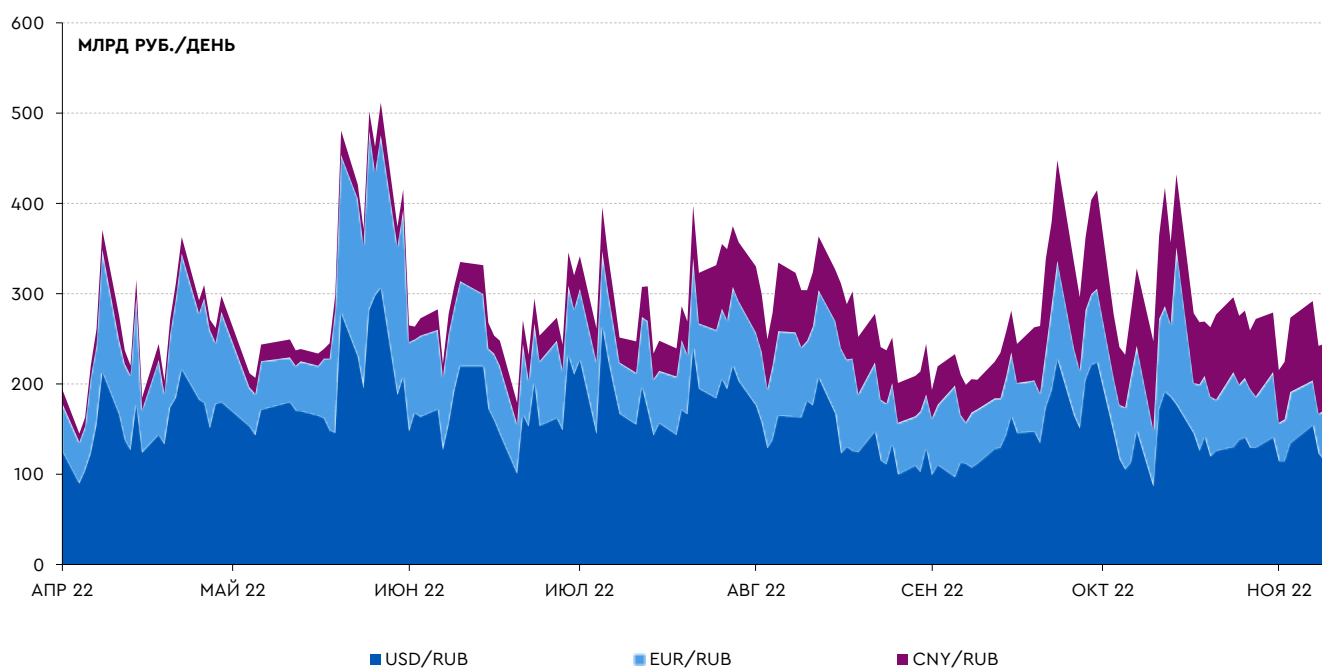
Формирование рынка ускорила растущая популярность юаня на Мосбирже вследствие инфраструктурных ограничений по расчетам в традиционных валютах

В предыдущие периоды интерес к юаневым облигациям со стороны инвесторов и заемщиков в условиях доступности альтернативных инструментов был невысок. Существенные ограничения, с которыми столкнулись и те и другие в 1П22, радикальным образом изменили ситуацию.

Инфраструктура Московской Биржи давно была готова к проведению подобных сделок.

При этом в последнее время набор доступных юаневых инструментов активно расширялся – помимо торговли валютной парой «рубль/юань» инвесторам доступны срочные контракты на юань, своп-инструменты и др.

Существенно выросла и ликвидность локального рынка юаней: среднесуточный объем торгов в последние месяцы варьируется в диапазоне 60–90 млрд руб., хотя еще в начале года не превышал 1–2 млрд руб. Более того, в отдельные торговые сессии объем торгов парой «рубль/юань» обгоняет пару «рубль/евро». За октябрь объем торгов CNY/RUB вырос до 1,67 трлн руб., а доля юаня в общем объеме валютных торгов превысила 26,9%.

Диаграмма 1. Объемы торгов валютой на Московской Бирже


Источники: Мосбиржа

Растущая ликвидность внутреннего валютного юаневого рынка, на наш взгляд, будет способствовать активизации заимствований в юанях. Прежде всего мы ожидаем выхода на рынок крупнейших российских экспортеров из добывающих отраслей, которые ранее активно занимали на внешнем рынке.

В чем привлекательность облигаций в юанях для инвесторов и заемщиков?

Для инвесторов:

- Размещения в валюте «дружественной» юрисдикции **не несут в себе существенных инфраструктурных рисков.**
- Усиливает этот тезис то, что **размещения проходят полностью на локальной инфраструктуре Мосбиржи, что минимизирует транзакционные риски.** С последними в настоящий момент сталкивается большое число инвесторов, ранее инвестировавших в бумаги во внешнем периметре.
- **Сформировавшийся уровень доходностей существенно превосходит другие доступные широкому кругу локальных инвесторов продукты.** Наиболее очевидной альтернативой выступает банковский депозит, где ставки для физических лиц не превышают 1,5–2,0%, а в основной массе сконцентрированы в диапазоне 1,2–1,3%, а для юридических лиц – еще ниже.
- В настоящий момент дополнительную тактическую **привлекательность юаневым инструментам придают крепкий рубль и ожидания участников рынка по его ослаблению в среднесрочной перспективе**, что дает дополнительный спекулятивный потенциал валютным инструментам. Подробнее см. раздел «Валютный фактор» ниже.
- **Уровень инфляции в Китае (2,1%) – существенно ниже, чем в России (12,6%) и странах Запада (в США – 7,7%, в еврозоне – 10,7%), где показатели обновляют максимумы за последние десятилетия.** Это подразумевает положительные *реальные* ставки по инструментам в юанях, чего не наблюдается в валютах других перечисленных стран.
- **Монетарная политика Китая – стимулирующая: с начала года ставка по однолетним кредитам была снижена на 15 б.п. В странах Запада она – сдерживающая: ФРС США с начала года повысила ставку на рекордные с середины 2000-х 375 б.п., ЕЦБ – на 200 б.п.** Это оказывает заметное давление на рынок облигаций. В то время как доходность китайских бенчмарков торгуется на уровне начала года, доходности 10-летних госбумаг в долларах и евро прибавили ~225 б.п., показав худший результат за последние 20 с лишним лет.

Для заемщиков:

- **Сохраняющаяся потребность в заимствованиях в валюте.** Российская экономика остается экспортно ориентированной, ключевые заемщики сохраняют заметную долю экспорта в структуре выручки, несмотря на введенные ограничения. Как следствие, потребность в балансировании валютной структуры выручки и долга сохраняется.
- **Заимствования в юанях на локальном рынке – довольно безопасная с точки зрения инфраструктурных рисков альтернатива внешним заимствованиям**, которые ранее заемщики проводили на рынке еврооблигаций в долларах, евро, франках и т.п. Напомним, что, несмотря на заметно сократившийся объем рынка еврооблигаций (с ~220 млрд долл. на конец 2013 г. до 130–140 млрд долл. в последние годы), он по-прежнему оставался существенным источником привлечения долгового финансирования. Среднегодовой объем корпоративных заимствований в 2016–2021 гг. составлял около 15 млрд долл. в год, что эквивалентно ~1 трлн руб. при курсе 70 руб./долл. Это сопоставимо со среднегодовым объемом заимствований на локальном рынке в 2016–2018 гг., хотя и уступает аналогичному показателю за 2019–2021 гг.
- **Рост спроса на расчеты в юанях.** Еще до событий 2022 г. доля азиатского региона в продажах ряда крупнейших экспортных компаний достигала 30%. В связи с введенными ограничениями в отношении российской экономики торговые потоки все больше будут перестраиваться на Азию, и прежде всего на Китай. Об общем росте популярности юаня в расчетах мы упомянули выше. Что касается публичных компаний, то немногие из них представили развернутые данные об итогах деятельности в 2022 г., однако о становлении тренда можно судить по ряду примеров. Например, Евраз сообщил об увеличении доли Китая в экспортных поставках угля до 70–90% на фоне

отказа потребителей в Корее и Японии от российского сырья из-за ограничительных мер. Министр промышленности и торговли Денис Мантуров заявил, что экспорт продукции российской черной металлургии в Китай в 1П22 вырос в пять раз. Мы ожидаем усиления данного тренда.

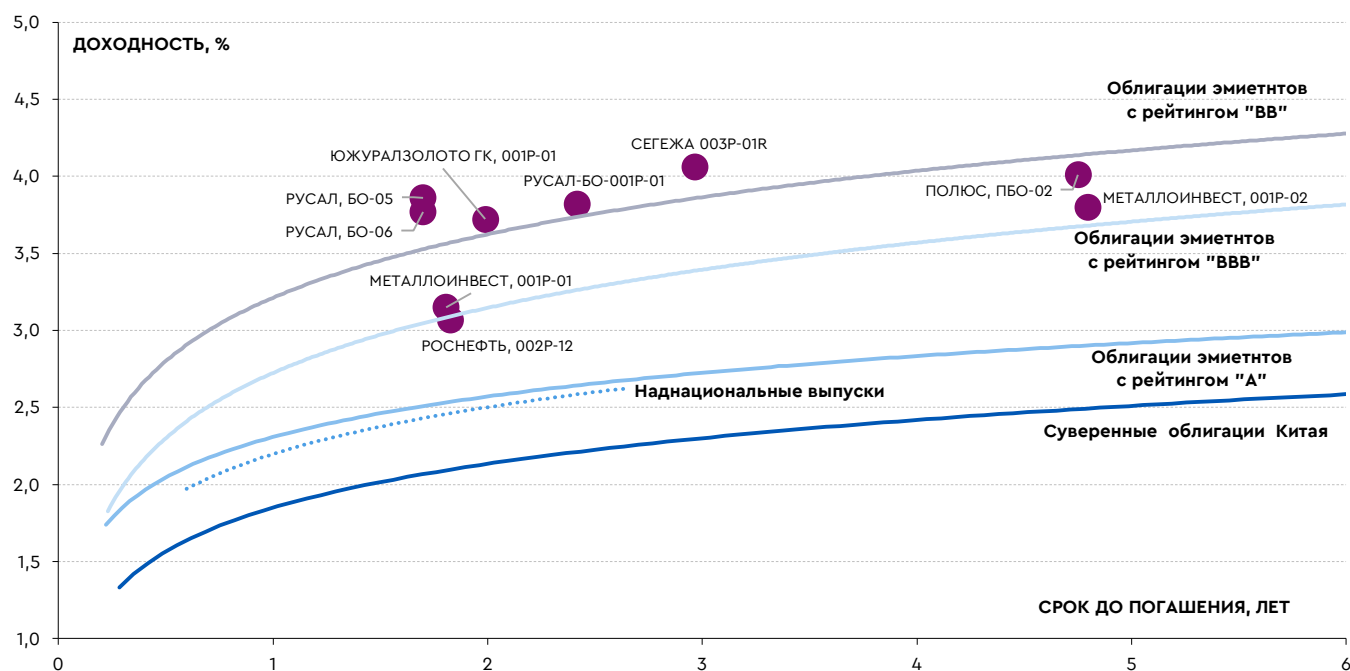
Ценообразование

Первая сделка РУСАЛа прошла по ставке купона 3,90% с эффективным сроком обращения два года, что соответствовало доходности 3,94%. При этом финальная ставка была существенно снижена с объявленного в ходе премаркетинга уровня (не выше 5%).

Сложившийся по итогам размещений уровень доходности был сопоставим с доходностью эмитентов рейтинговой категории «BB» (соответствует уровню рейтинга РУСАЛа до февраля 2022 г.) на внутреннем рынке Китая. При этом стоит учитывать, что сделка прошла на новом, только формирующемся рынке. Спред облигаций РУСАЛа к кривой гособлигаций Китая в момент размещения составил ~185 б.п., что ниже, чем в ходе упомянутого выше размещения панда-бондов РУСАЛа в 2017 г. (~255 б.п.). Однако с тех пор заметно улучшилось и кредитное качество компании (показатель «чистый долг/EBITDA» без корректировок снизился с 5,7х на конец 2016 г. до 1,6х по итогам 2021 г.).

Последующие размещения проходили уже при наличии рыночного ориентира.

Диаграмма 2. Карта материкового рынка Китая по рейтингам и локальные юаневые облигации

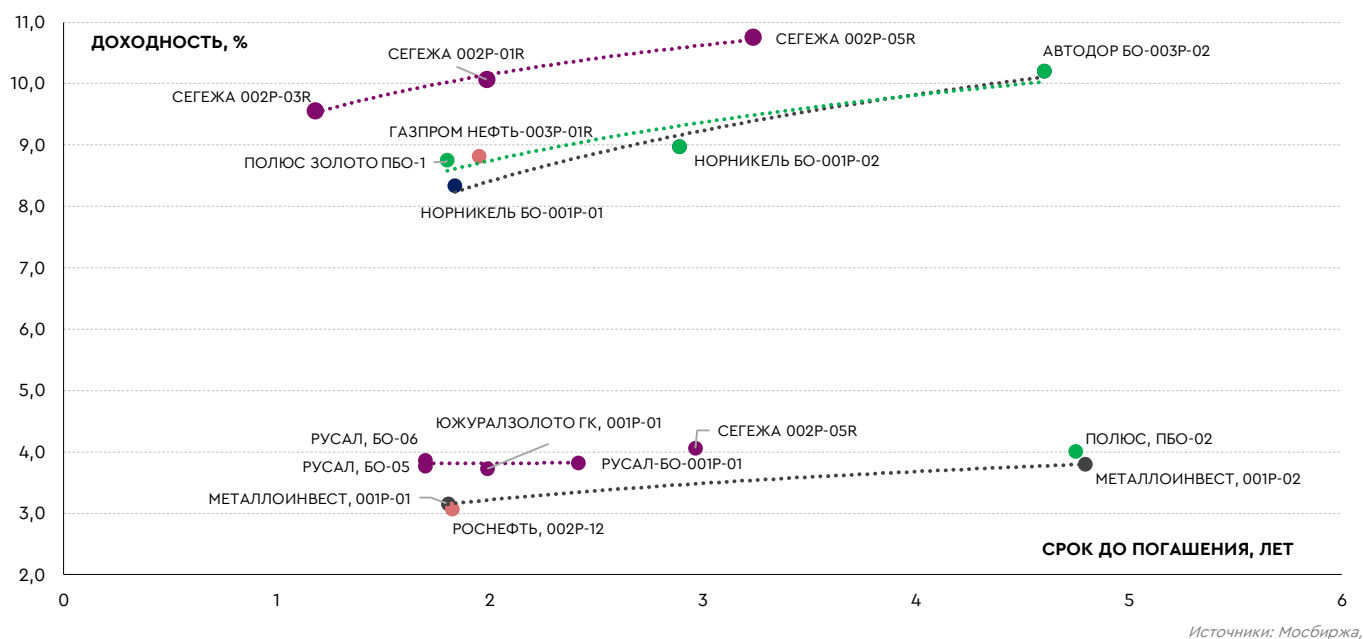


Источники: Cbonds, Мосбиржа, оценки Газпромбанка

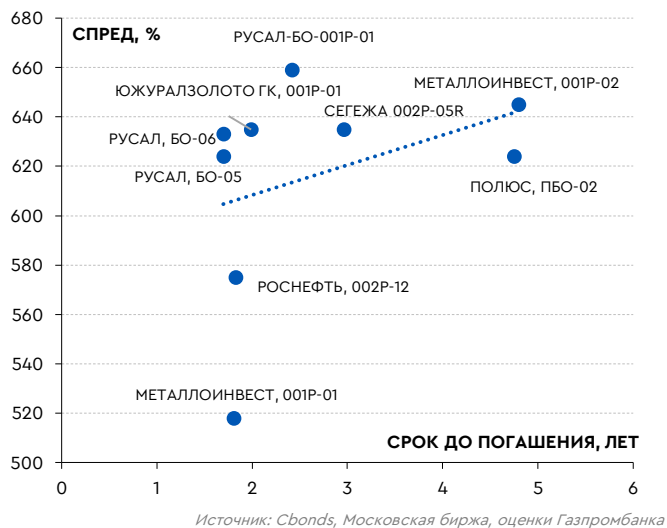
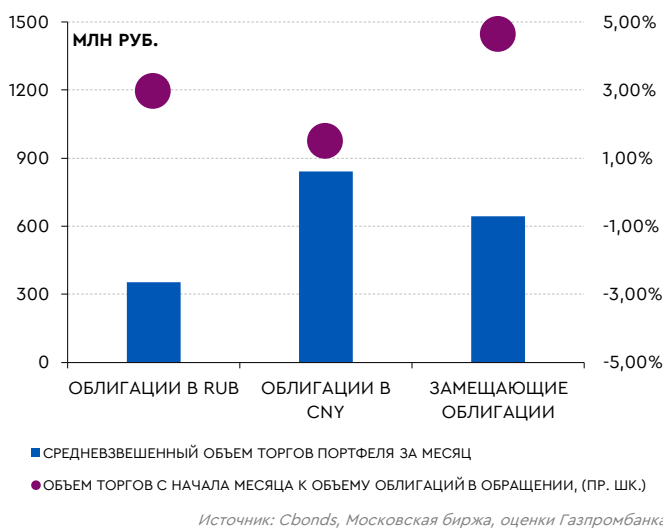
В настоящее время «первый» эшелон¹ (Роснефть, Металлоинвест, Полюс) торгуется с доходностью в узком диапазоне 3,0–3,1% на сроке два года и 3,8–4,0% на сроке 5 лет. Это сопоставимо с доходностью китайских оншорных корпоративных облигаций рейтинговой категории «BBB» (Диаграмма 2).

«Второй» эшелон представлен выпусками РУСАЛа, Сегежи и ЮГК, которые торгуются с доходностью, сопоставимой с доходностью китайских оншорных корпоративных облигаций рейтинговой категории «BB».

¹ Рейтинги AAA (RU) / ruAAA

Диаграмма 3. Карта рублевых и юаневых облигаций на Мосбирже


Если сравнивать обращающиеся выпуски в юанях на локальном рынке с бумагами тех же или аналогичных эмитентов в рублях (Диаграмма 3), то относительно привлекательно выглядят бумаги РУСАЛа, в то время как выпуски Роснефти и Металлоинвеста смотрятся «дороже» рублевых бумаг (Диаграмма 4). При этом ликвидность юаневых выпусков сопоставима с другими корпоративными инструментами на локальном рынке (Диаграмма 5).

Диаграмма 4. Спред и сравнительная привлекательность

Диаграмма 5. Средний объем торгов по юаневым и рублевым облигациям


Валютный фактор

Так как инвесторами в локальные юаневые бумаги выступают локальные участники, функциональной валютой для них является российский рубль. Как следствие, совокупный доход (Total Return, TR) для таких инвесторов должен учитывать и валютный фактор.

По нашим оценкам, текущий курс рубля является излишне крепким, и мы ожидаем его ослабления на горизонте следующих лет. Этот факт добавляет тактической привлекательности облигациям в юанях для «рублевых» инвесторов.

Ключевым фактором, который будет способствовать ослаблению рубля, является сжатие профицита текущего счета. Мы ожидаем, что национальная валюта может ослабнуть до 64,8 руб./долл. к концу 2023 г. и до 69,8 руб./долл. – к концу 2024 г. (Таблица 3).

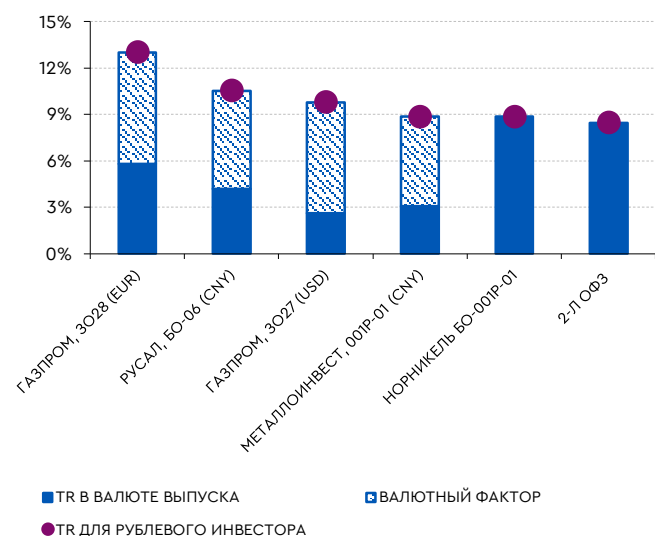
Что касается перспектив юаня, то, на наш взгляд, на обозримом горизонте динамика валютной пары USD/CNY будет сдержанной. Ключевым фактором в среднесрочной перспективе будет расхождение монетарных циклов КНР и США: рост ставки ФРС в рамках борьбы с инфляцией накладывается на ожидания дальнейшего снижения ставок НБК для стимулирования экономической активности. В этих условиях мы не исключаем ограниченного ослабления юаня к доллару.

Тем не менее курс юаня к рублю, вероятно, будет укрепляться под действием внутреннего фактора. Мы ожидаем, что с текущих значений в ~8,5 руб./юань он ослабнет до 9,0 руб./юань к концу 2023 г. и до 9,7 руб./юань к концу 2024 г. (Таблица 3).

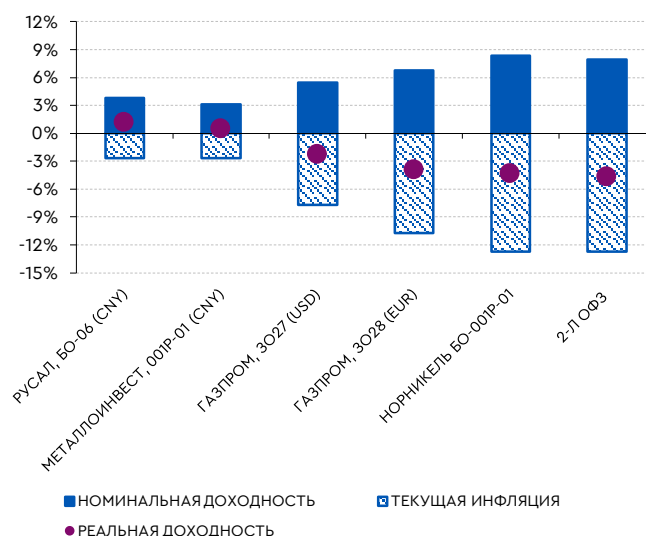
Таблица 3. Прогноз валютных курсов USD/RUB и CNY/RUB

	2022П	2023П	2024П
USD/RUB (на конец года)	61,8	64,8	69,8
CNY/RUB (на конец года)	8,7	9,0	9,7

Источники: оценки Газпромбанка

Диаграмма 6. Сравнение TR по юаневым бумагам, ОФЗ, корпоративным облигациям и замещающим облигациям


Источник: Московская биржа, оценки Газпромбанка

Диаграмма 7. Сравнение реальных доходностей по юаневым бумагам, ОФЗ, корпоративным облигациям и замещающим облигациям


Источник: Cbonds, Московская биржа, оценки Газпромбанка

Совокупный доход по облигации

Собрав воедино оба фактора, годовой TR рублевого инвестора на горизонте 2023 г. от вложений в юаневые облигации РУСАЛа, по нашей оценке, составит ~10,6%, в выпуски Металлоинвеста – 8,9%. Это выше, чем могут предложить аналогичные рублевые инструменты на российском рынке в условиях стабилизации монетарной политики и навеса первичного предложения Минфина. Обратим внимание, что в случае, если фактическое ослабление рубля окажется выше нашего прогноза, это дополнительно увеличит доход для локального инвестора.

В качестве дополнительной альтернативы можно рассмотреть инструменты еще одного класса новых облигаций – замещающих облигаций, номинированных в долларах и евро.

Данные инструменты пока также представлены ограниченно, однако их номинальные доходности превышают уровни юаневых выпусков. При этом, как упоминалось выше, стоит учитывать текущий уровень инфляции в странах-эмитентах соответствующих валют и факт того, что реальные доходности по таким инструментам – отрицательные.

Если предположить сохранение текущего кредитного спреда к бенчмаркам (он близок к среднесрочным средним значениям по соответствующим еврооблигациям) и рост базовых ставок в соответствии с консенсусом, то по показателю TR соответствующие выпуски будут сопоставимы или даже чуть обгонять юаневые инструменты. При этом не стоит забывать о более высоком средневзвешенном сроке до погашения/оферты замещающих облигаций в обращении (4,8 лет) относительно юаневых бумаг (2,6 лет), что на цикле повышения ставок несет определенные риски.

Риски локальных юаневых облигаций

- **Валютный риск.** В текущих рыночных условиях мы ожидаем, что валютный фактор увеличит ожидаемый совокупный доход. Однако на более длинном горизонте рассмотрения данный фактор может привести и к убытку в случае укрепления рубля и/или ослабления юаня.
- **Процентный риск.** Повышение ставки Нацбанка Китая и/или рыночных ставок на рынке Китая может вызвать соответствующий рост доходностей аналогичных инструментов на российском рынке. Однако в условиях, когда инвесторы в такие инструменты – локальные, прямой эффект, вероятно, будет ограниченным.
- **Кредитный риск** стоит рассматривать в каждом конкретном случае при анализе эмитентов соответствующих облигаций. При этом стоит оценивать и возможность эмитента обслуживать привлекаемый долг в валюте облигации.
- **Насыщение рынка.** Ожидаемый нами выход все большего числа эмитентов с юаневыми облигациями, вероятнее всего, будет способствовать росту среднего уровня доходностей по мере насыщения рынка.
- **Конкуренция с замещающими облигациями.** Увеличение предложения альтернативных валютных инструментов может абсорбировать часть спроса и ограничить потенциал снижения ставок.

А что с ОФЗ в юанях?

Сообщения о том, что Минфин готовится к выпуску ОФЗ в юанях, появлялись в СМИ регулярно с 2016 г. Предполагалось, что размещение пройдет на локальной инфраструктуре Московской Биржи, а основную ликвидность обеспечат китайские инвесторы. Согласно сообщениям в СМИ, одна из ключевых причин переноса размещения – ограниченность доступа китайских инвесторов к инструментам локального рынка РФ.

Однако корпоративные сделки продемонстрировали, что размещение юаневых выпусков возможно и без иностранных инвесторов в связи с ростом популярности юаня и объема торгов им на локальном рынке. Сообщалось, что Минфин рассматривал возможность разместить выпуск на 1 млрд юаней. Для сравнения напомним, что Роснефть в ходе только одного транша привлекла 15 млрд юаней (~125 млрд руб.). Согласно проекту Закона о бюджете, общий чистый объем заимствований Минфина в 2023 и 2024 гг. составляет 1,8 трлн руб. и 1,9 трлн руб. соответственно.

Таким образом использование юаневого выпуска позволило ослабить давление на рынок ОФЗ со стороны «навеса» первичного предложения, диверсифицировать инструменты ведомства и установить на рынке новый бенчмарк для корпоративных заимствований.

Департамент анализа рыночной конъюнктуры**+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65**

Copyright © 2003 – 2022. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены

Ограничение ответственности

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанка» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»), зарегистрированного в Москве, Россия, и имеющего лицензию, выданную Центральным банком Российской Федерации. Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Настоящий документ не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (далее – Закон № 39-ФЗ), и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в нем, могут не соответствовать инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям) адресата. Определение соответствия финансового инструмента либо операции интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска адресата является задачей адресата. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данном документе, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий документ не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом (investment advice) или личной рекомендацией (personal recommendation), как это определено Директивой ЕС «О рынках финансовых инструментов» 2014/65 (далее – MiFID II).

При этом настоящий документ является инвестиционной рекомендацией согласно положениям Регламента ЕС «О злоупотреблениях на рынке» 2014/596 (далее – MAR), и был подготовлен в соответствии с MAR и MiFID II, а также с политиками, процедурами и внутренними правилами Газпромбанка в части регулирования конфликтов интересов.

Настоящий документ содержит независимую оценку вопросов, содержащихся в нем, и не должен рассматриваться в качестве инвестиционного совета / индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не предназначен для предоставления индивидуальных инвестиционных советов и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности любого конкретного лица, которое может получить настоящий документ. Адресатам следует получать независимые профессиональные финансовые советы относительно юридических, финансовых, налоговых и регуляторных последствий любой транзакции, а также целесообразности и/или уместности инвестирования или осуществления любых инвестиционных стратегий, рассматриваемых в настоящем документе, а также принимать во внимание, что представленные в настоящем документе прогнозы могут не осуществиться. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что финансовые инструменты и иные инвестиционные инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены колебаниям обменного курса, что может отрицательно повлиять на их стоимость.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственность за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

В настоящем документе мы подтверждаем, что (i) мнения, изложенные в настоящем документе, отражают только наши взгляды в отношении конкретных компаний или компаний и ее или их ценных бумаг, и (ii) никакая часть вознаграждения аналитика не связана в настоящее время, не была и не будет связана прямо или косвенно с конкретными рекомендациями или мнениями, изложенными в настоящем документе. Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным инвестиционными и бизнес-подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ предназначен для Профессиональных клиентов, отнесенных к таковым в соответствии с MiFID II.

Газпромбанк и связанные с ним физические лица (исключая любых финансовых аналитиков или иных сотрудников, участвующих в составлении настоящего документа) могут (в различном качестве) иметь позиции или заключать сделки, в том числе с ценными бумагами (или соответствующими

деривативами), идентичными или подобными описанным в настоящем документе. Газпромбанк и/или его аффилированные лица могут также владеть ценными бумагами эмитентов, находящихся под его аналитическим покрытием.

Газпромбанк и/или его аффилированное (-ые) лицо (-а) могут влиять на рынок (выступать маркет-мейкером) и/или предоставлять ликвидность по инструментам, указанным в настоящем документе.

Газпромбанк уважает конфиденциальность информации, которую он получает от своих клиентов, и соблюдает все применимые законы в отношении обработки такой информации. Газпромбанк ввел эффективные внутренние процедуры в отношении информационных барьеров (включая создание «китайских стен»), которые направлены на ограничение потоков информации между различными подразделениями Газпромбанка.

Для получения дополнительной информации, пожалуйста, используйте ссылку: <https://www.gazprombank.ru>.

Оплата труда сотрудников частично зависит от доходности Газпромбанка и его аффилированных лиц, которая включает в себя доходы от инвестиционно-банковских услуг.

В максимально возможной степени, разрешенной законом, Газпромбанк не принимает на себя какую-либо ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы, возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка, включая любую информацию, которая может представлять собой инвестиционную рекомендацию/инвестиционное исследование.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на какие-либо ценные бумаги или финансовые инструменты, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантий будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

Раскрытие конфликта интересов, если таковое имеется, может быть найдено в разделе раскрытия информации касательно настоящего документа.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о ценных бумагах, указанных в настоящем документе, можно получить по запросу в Газпромбанк.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.

Адресатам следует самостоятельно определять, нет ли у них запрета на получение конкретной Инвестиционной рекомендации/конкретного Инвестиционного исследования в рамках MiFID II. Если MiFID II вам предписано получать настоящий документ на платной основе, или вы в иных случаях желаете заплатить за него, мы заключим отдельное письменное соглашение, в котором будут указаны условия, на которых вам будет предоставляться материал, включая оплату за его получение.

Для резидентов Гонконга: Исследования, содержащиеся в настоящем документе и имеющие отношение к «ценным бумагам» (согласно Положению о Ценных бумагах и Фьючерсах (Глава 571 Свода законов Гонконга)), публикуются в Гонконге самим GPB Financial Services Hong Kong Limited (GPBFSHK) или от его имени и по его поручению, и он берет на себя ответственность за их содержание. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не должна толковаться как подразумевающая какие-либо отношения, консультативные или иные, между GPBFSHK и адресатом или пользователем настоящего документа, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK не действует и не считается действующим как «фидуциар» или «инвестиционный менеджер» или «инвестиционный консультант» по отношению к любому адресату или пользователю этой информации, если это напрямую не согласовано с GPBFSHK. GPBFSHK регулируется Гонконгской Комиссией по Ценным бумагам и Фьючерсам. Пожалуйста, свяжитесь с [г-н Шон Ансел (+852 2867 1883)] или [г-н Джоузеф Чу (+852 2867 1812)] в GPBFSHK, если у вас возникли какие-либо вопросы, связанные с настоящим документом.

Для GPB - Financial Services Ltd: Настоящий документ был подготовлен в соответствии с MiFID II. Информация, содержащаяся в настоящем документе, предоставляется исключительно в информационных целях и не является маркетинговым сообщением, инвестиционным советом или личной рекомендацией, как это определено MiFID II. Данная информация не должна использоваться или рассматриваться как предложение или склонение к покупке или продаже или подписке на ценные бумаги или иные финансовые инструменты. Компания GPB-Financial Services Ltd регулируется Комиссией по Ценным бумагам и Биржам Кипра, номер лицензии 113/10.