

КОРПОРАТИВНЫЕ ФЛОАТЕРЫ: КОМПРОМИСС МЕЖДУ ЭМИТЕНТАМИ И ИНВЕСТОРАМИ В ПЕРИОД НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ

На фоне роста ключевой ставки и удорожания долга повысился интерес к инструментам, позволяющим инвесторам и эмитентам найти компромисс относительно оптимальной стоимости заимствований.

Одним из таких инструментов являются флоатеры – облигации с плавающей ставкой купона, которая привязана к определенному бенчмарку.

Корпоративным заемщикам такие инструменты дают возможность занять в период высоких ставок с расчетом на снижение как самих ставок, так и стоимости обслуживания долга. Для инвесторов – выступают защитой от риска дальнейшего роста ставок или того, что ставки останутся высокими продолжительный период времени.

В настоящем отчете мы рассматриваем рынок корпоративных флоатеров, а также оцениваем, какой из инструментов – классические выпуски с фиксированным купоном или флоатеры – привлекателен для эмитентов и инвесторов в текущих рыночных условиях и при каких обстоятельствах.

Ужесточение монетарной политики привело к повсеместному повышению рыночных ставок...

С июля 2023 г. ЦБ РФ повысил ключевую ставку с 7,50% до 16,00%. На этом фоне наблюдался повсеместный рост рыночных ставок. Так, доходности ОФЗ сейчас превосходят уровни начала 2023 г. на ~200 б.п. на дальнем участке кривой и на ~500 б.п. – на ближнем отрезке (Диаграмма 1).

На рынке корпоративного долга наблюдалась схожая тенденция – доходности облигаций выросли не менее чем на 400 б.п., а кредитные премии расширились.

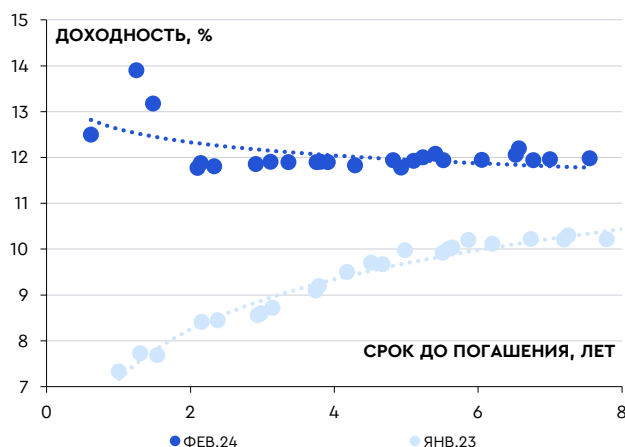
Принимая во внимание ограниченную ликвидность вторичного рынка, мы взяли в расчет динамику кредитных премий на первичном рынке. Так, в 2П23 средние премии при размещении облигаций первого эшелона (рейтинговая категория «ААА») находились на уровне ~130–190 б.п. (в зависимости от срока обращения выпуска) по сравнению со ~100 б.п. в 1П23. В то же время в «докризисном» 2021 г. они составляли 60–90 б.п.

...и способствовало росту популярности инструментов с плавающим купоном

Рост стоимости заимствований при этом не отразился на объеме корпоративных размещений, который в 2023 г. составил 3,3 трлн руб. против 1,3 трлн руб. в 2022 г. и 1,9 трлн руб. в 2021 г.

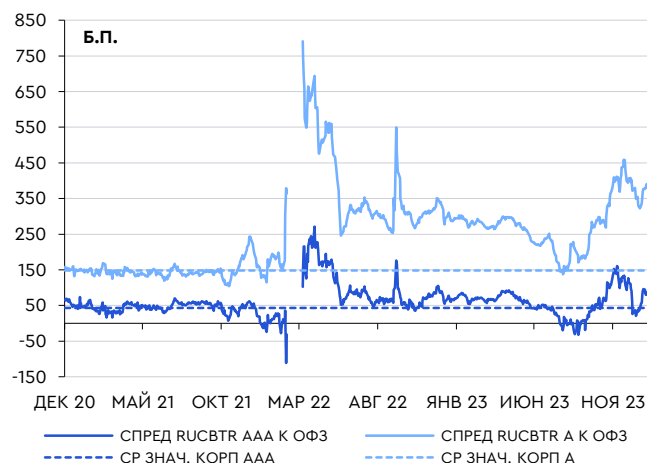
Однако повышение ставок привело к изменению структуры заимствований – на долю выпусков с плавающей ставкой (флоатеров) в 2023 г. пришлось 40% против ~5% в среднем за предыдущие пять лет (Диаграмма 3).

Диаграмма 1. Доходность ОФЗ в 2023 и в 2024 г.



Источник: Мосбиржа, оценки Газпромбанка

Диаграмма 2. Динамика корпоративных спредов к ОФЗ



Источник: оценки Газпромбанка

Андрей Кулаков, CFA, FRM

+7 (499) 277 25 30

Andrey.Kulakov@gazprombank.ru

Юрий Голбан

+7 (495) 287 61 00 доб. 5-6453

Yuriy.Golban@gazprombank.ru

Александр Камышанский

+7 (495) 287 61 00 (доб. 5 05 97)

Aleksandr.S.Kamyshanskiy@gazprombank.ru

Анастасия Кравцова

7 (495) 287 61 00 (доб. 9 08 25)

Anastasiya.N.Kravtsova@gazprombank.ru

Что представляет собой рынок корпоративных флоатеров

Флоатеры – это облигации, купон по которым привязан к динамике определенного бенчмарка с установленной при размещении премией, которая отражает оценку рынком уровня кредитного риска эмитента.

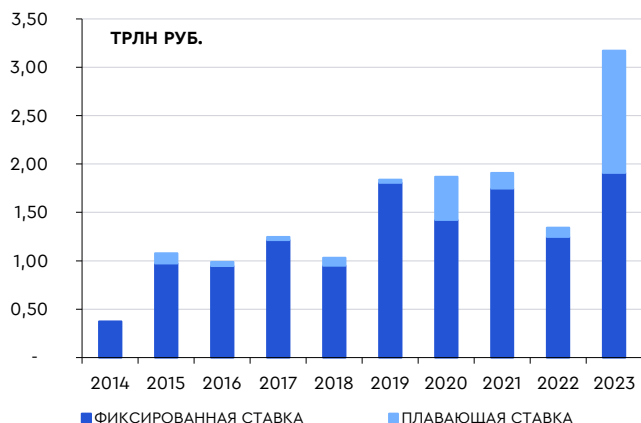
Наиболее часто в качестве бенчмарков корпоративных флоатеров используются ставка RUONIA и ключевая ставка ЦБ РФ, реже – доходность ОФЗ и ИПЦ (Диаграмма 4).

Обратим внимание, что ставка RUONIA является более высокочастотным индикатором стоимости денег по сравнению с ключевой ставкой, однако обычно находится вблизи нее. В последние месяцы средний дисконт RUONIA к ключевой ставке составлял 10–20 б.п. Это находит отражение в дифференциале маржи, в зависимости от применяемого бенчмарка. Обратим внимание на сделку Газпром нефти в конце декабря, когда транш, размещенный с привязкой к RUONIA, имел маржу на 10 б.п. выше, чем размещенный в тот же день транш с привязкой к ключевой ставке ЦБ РФ (Таблица 1).

В корпоративных флоатерах на данный момент наиболее распространен метод расчета ставки купона, при котором ее размер определяется каждый день, исходя из динамики бенчмарка в текущем купонном периоде. Эта схема аналогична используемой Минфином в так называемых флоатерах «нового» образца, которые выпускаются с 2020 г. При такой схеме наиболее часто встречаются сделки с квартальной выплатой купона, реже – с частотой выплат раз в месяц или раз в полугодие.

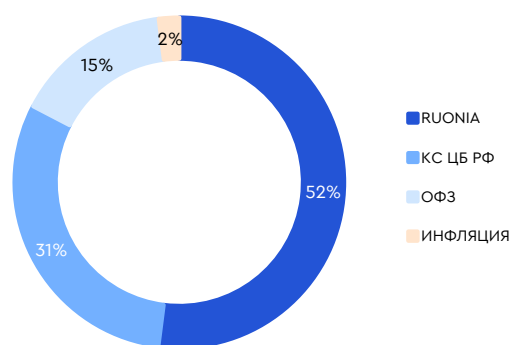
Кроме того, в выпусках ряда эмитентов (например, РЖД, РСХБ) ставка купона на очередной купонный период рассчитывается по среднему значению бенчмарка за прошедший период. Данная схема аналогична флоатерам Минфина «старого» формата. В этом случае обычно используется «короткий» (30-дневный) купонный период, что позволяет сократить лаг по сравнению с динамикой бенчмарка.

Диаграмма 3. Динамика размещений корпоративных облигаций



Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

Диаграмма 4. Объем флоатеров в обращении по типу бенчмарка



Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

На российском рынке корпоративные облигации с плавающим купоном появились в конце 90-х и преимущественно были представлены выпусками для финансирования инфраструктурных проектов (ВСМ, Скоростные магистрали). Однако до второй половины 2010-х такие инструменты большой популярностью не пользовались.

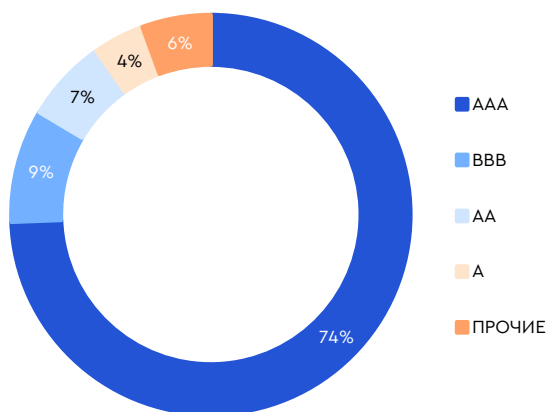
После очередного всплеска интереса к корпоративным флоатерам их объем в обращении к февралю 2024 г. достиг примерно 20% от общего размера рынка корпоративных облигаций.

Наибольшей популярностью они пользуются у эмитентов высоких рейтинговых категорий (Диаграмма 5). Среди наиболее крупных эмитентов, представленных на рынке, – Газпром, РЖД, ВЭБ (Диаграмма 6). Некоторые последние сделки в сегменте 1-го эшелона и их параметры приведены в Таблице 1.

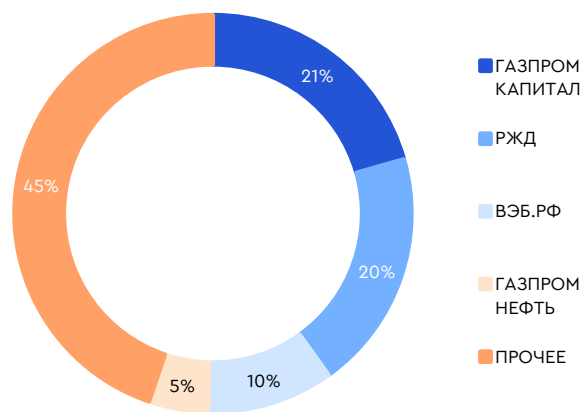
Таблица 1. Некоторые размещения корпоративных флоатеров рейтинговой категории «AAA» в 4К23

БУМАГА	КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ	ОБЪЕМ, МЛРД РУБ.	СРОК	ДАТА КНИГИ	БЕНЧМАРК	МАРЖА	КУПОННЫЙ ПЕРИОД
РусГидро, БО-П12	AAA	30	5	03.10.2023	KC	120 б.п.	91
Газпром Капитал, БО-002Р-09	AAA	30	4,5	05.10.2023	RUONIA	125 б.п.	91
Газпром Капитал, БО-002Р-10	AAA	30	4,5	05.10.2023	RUONIA	125 б.п.	91
МТС, 002Р-01	AAA	25	4	20.10.2023	RUONIA	125 б.п.	91
Газпром Нефть, 003Р-07R	AAA	34	4	31.10.2023	RUONIA	130 б.п.	91
МТС, 002Р-02	AAA	13,5	5	14.11.2023	RUONIA	125 б.п.	91
Металлоинвест, 001Р-06	AAA	15	4	22.11.2023	KC	120 б.п.	91
Газпром Капитал, БО-002Р-11	AAA	30	4	13.12.2023	RUONIA	130 б.п.	91
Газпром Нефть, 003Р-09R	AAA	15	4	22.12.2023	RUONIA	140 б.п.	91
Газпром Нефть, 003Р-08R	AAA	12	3	22.12.2023	KC	130 б.п.	30

Источник: Cbonds

Диаграмма 5. Структура корпоративных флоатеров в обращении по рейтингу


Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

Диаграмма 6. Структура корпоративных флоатеров в обращении по эмитентам


Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

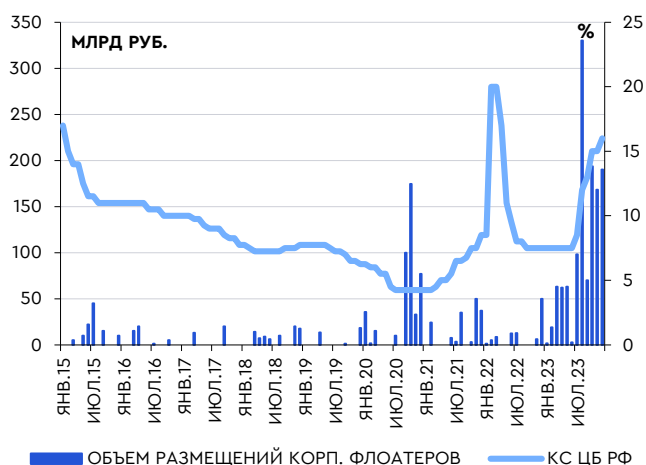
Рыночная неопределенность повышает привлекательность флоатеров

Интерес к флоатерам ярче проявляется в периоды ожидания роста ставок и долгого их пребывания на высоком уровне, а также при расхождении ожиданий участников рынка относительно дальнейшей ДКП. Похожие ситуации наблюдались на рынке, например, в 2014-2015 гг., в начале 2021 г., в 2022 г. и сейчас (Диаграмма 7).

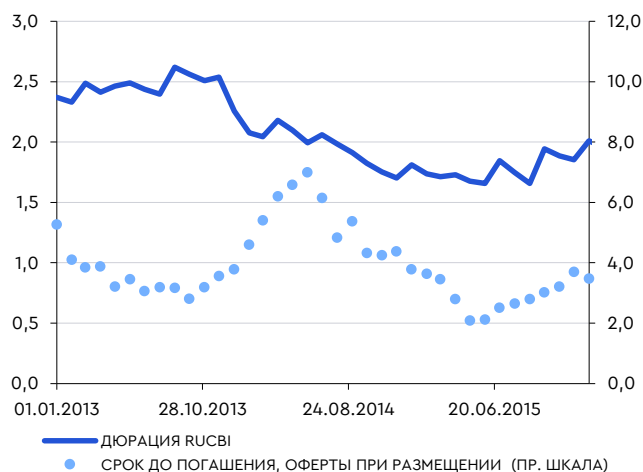
Напомним, что в конце 2014 г. КС ЦБ РФ выросла с 8,00% до 17,00%, а первичный рынок корпоративных заимствований фактически замер до апреля 2015 г. Учитывая, что ЦБ РФ приступил к снижению ставок достаточно быстро (спустя 1,5 месяца, в феврале 2015 г.), то к моменту «открытия» рыночного окна в апреле как у инвесторов, так и у эмитентов уже сформировались схожие ожидания относительно дальнейшего смягчения монетарной политики. В этих условиях привлекательность флоатеров не казалась высокой, эмитенты, вынужденные размещаться под высокие ставки, укорачивали эффективный срок бумаг за счет оферт (Диаграмма 8).

В 2022 г., после резкого повышения ставки, ЦБ приступил к ее снижению достаточно быстро, до открытия «рыночного» окна, а значит, к моменту возобновления корпоративных размещений ожидания инвесторов и эмитентов сравнялись.

В 2П23 ситуация развивалась иначе – повышение ставки было относительно постепенным, и участники рынка по-разному оценивали уровень ее пикового значения в текущем цикле ужесточения. Расхождение взглядов инвесторов и эмитентов и предопределило установление рекорда по размещению флоатеров – первые надеялись защититься от дальнейшего роста ставок, вторые – не хотели фиксировать высокие ставки надолго.

Диаграмма 7. Динамика размещений корпоративных флоатеров


Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

Диаграмма 8. На фоне выросшей стоимости финансирования эмитенты сокращали срочность заимствований


Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

Несмотря на то, что к февралю 2024 г. ожидания инвестиционного сообщества начали смещаться в пользу предстоящего разворота денежно-кредитной политики, оценки участников относительно точки старта, скорости и глубины предстоящего снижения ставок расходятся (Диаграмма 9).

Разберемся, в чем состоит привлекательность такого инструмента, как корпоративный флоатер, для эмитентов и инвесторов в текущих макроэкономических условиях.

Для эмитентов – возможность занимать в периоды высоких ставок

Как упомянуто выше, для эмитентов флоатеры – это возможность занять в период высоких ставок с расчетом на то, что на горизонте срока обращения инструмента рыночные ставки, а значит, и ставка купона, снизятся. Очевидно, что на второй чаше весов – риск того, что ставки продолжат расти или останутся высокими более продолжительный период времени, чем предполагалось изначально.

В текущих рыночных условиях важно учитывать существенный дифференциал ключевой ставки/RUONIA и ставок, которые предлагает рынок классических облигаций с фиксированным купоном.

Так как рыночные доходности являются опережающим индикатором, то в них уже заложены определенные ожидания по дальнейшей траектории ставки. Так, несмотря на уровень ключевой ставки в 16%, доходности ОФЗ на сроке обращения более двух лет консолидируются вблизи отметки 12%, а размещения большинства корпоративных эмитентов первого эшелона с фиксированным купоном в последнее время проходили при средней ставке не выше 12,8–12,9%.

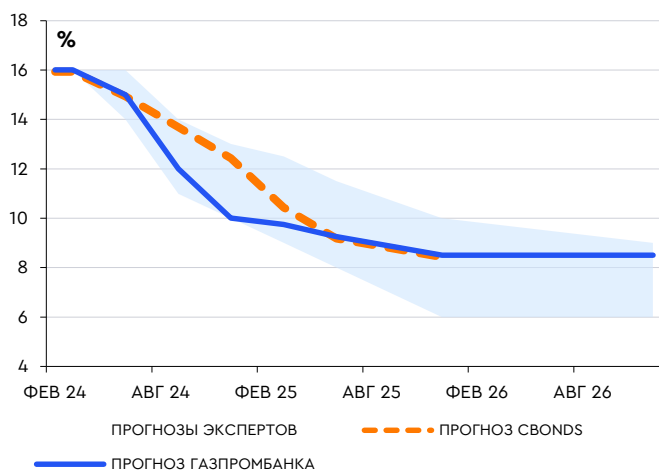
На фоне ожидаемого начала цикла снижения КС ЦБ РФ в 2024 г. рассмотрим – какой тип инструмента может быть выгоднее для эмитента: флоатер, купон по которому сейчас будет выше купонов классических облигаций, но на горизонте обращения выпуска будет плавно снижаться, или облигация с фиксированной ставкой купона, которая заметно ниже КС, но останется неизменной на горизонте обращения.

Ответ на этот вопрос будет зависеть от ожиданий эмитента по траектории ключевой ставки и срока обращения выпуска, на который рассчитывает эмитент.

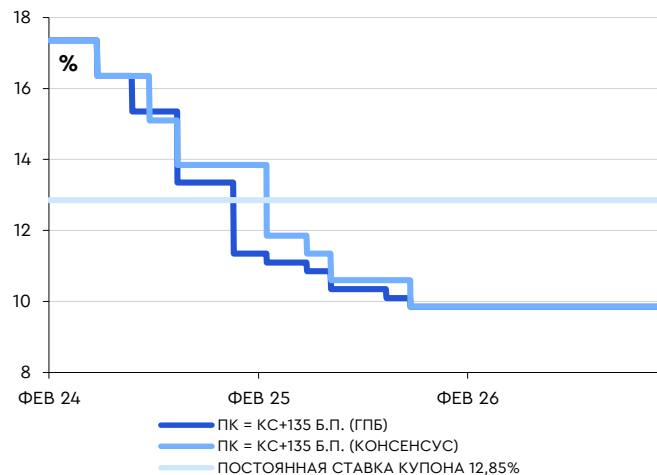
Очевидно, что для выпуска с фиксированным купоном эффективная стоимость долга для компании останется неизменной на всем горизонте обращения и будет соответствовать ставке купона в момент размещения. Для целей нашего расчета за такую ставку мы приняли середину указанного ранее диапазона – 12,85%.

В случае флоатера мы приводим два расчета: в одном мы используем собственный прогноз траектории ключевой ставки, а в другом – консенсус рынка, который является более консервативным (Диаграмма 10).

Для расчета мы используем модельный выпуск с квартальной ставкой купона, в качестве бенчмарка – ключевую ставку ЦБ РФ, а в качестве кредитной маржи – середину диапазона премий (130–140 б.п.), наблюдавшихся в ходе последних размещений эмитентов 1-го эшелона (поправку на разницу премий к ключевой ставке и RUONIA не применяем).

Диаграмма 9. Ожидания рынка по ключевой ставке ЦБ РФ


Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

Диаграмма 10. Динамика ставки купонов в зависимости от их типа и динамики бенчмарка


Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

Согласно расчетам (Таблица 2), при траектории снижения ключевой ставки в соответствии с нашим прогнозом средняя стоимость долга при срочности выпуска два года и более для эмитента будет ниже по флоатерам.

При расчете в соответствии с консенсус-прогнозом среднегодовая ставка по флоатеру будет ниже при срочности выпуска от ~2,5 лет. При увеличении срочности выпуска дифференциал стоимости двух типов инструментов продолжит расширяться.

Таблица 2. Расчет средней годовой ставки купона для облигаций с фиксированной и плавающей ставкой в зависимости от срочности выпуска

СРОК ОБРАЩЕНИЯ ВЫПУСКА	1 ГОД	2 ГОДА	3 ГОДА	4 ГОДА	5 ЛЕТ
Плавающий купон КС + 135 б.п. (прогноз ГПБ)	14,97%	12,70%	11,75%	11,27%	10,99%
Плавающий купон КС + 135 б.п. (консенсус-прогноз)	15,44%	13,15%	12,05%	11,50%	11,17%
Фиксированный купон 12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%	12,85%

Источник: оценки Газпромбанка

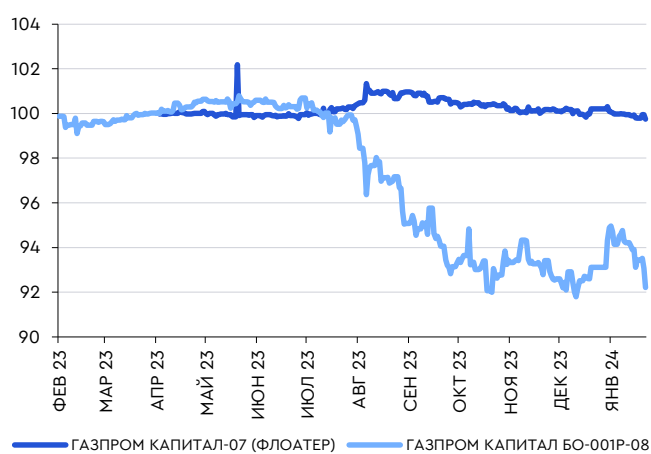
Зачем инвесторам покупать облигации с переменным купоном?

С точки зрения инвестора привлекательность флоатеров заключается в возможности защиты от риска дальнейшего роста ставок или, что более актуально в текущих условиях, риска их нахождения на высоком уровне более продолжительный период времени.

Дополнительным преимуществом таких бумаг для инвесторов, чувствительных к переоценке портфеля, является существенно более низкая волатильность их цен за счет регулярной «подстройки» купона под рыночные ставки (Диаграммы 11 и 12).

Диаграмма 11. Динамика котировок РусГидро, % от номинала


Источник: Мосбиржа, оценки Газпромбанка

Диаграмма 12. Динамика котировок Газпрома, % от номинала


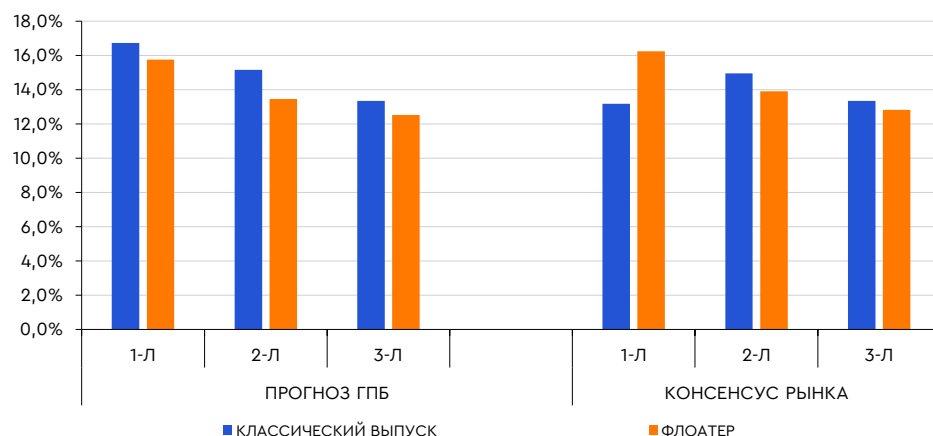
Источник: Мосбиржа, оценки Газпромбанка

Если задаться тем же вопросом, что мы ставили перед эмитентом – какой инструмент в текущих условиях выгоднее, то ответ на него будет зеркальным в том случае, если инвестор будет удерживать бумагу до погашения.

Однако достаточно вероятна ситуация, когда инвестор продает бумагу спустя некоторое время после покупки, а значит, он принимает на себя процентный риск (кредитный риск мы оставляем за скобками данного исследования).

На основании вышеописанных предпосылок мы смоделировали оценку среднегодового совокупного дохода инвестора (Total Return – TR) от вложений в оба класса бумаг (для расчетов использовался выпуск срочностью три года) при горизонте инвестирования до конца 2024 г. и 2025 г., а также «до погашения». Мы также учли постепенное сужение корпоративных спредов с текущих уровней до средних, как это наблюдалось в предыдущие периоды снижения ставок.

Диаграмма 13. Сравнение среднегодового TR облигаций по типам купонов на горизонте инвестирования 1-3 года



Источник: Cbonds, оценки Газпромбанка

Как следует из Диаграммы 13, совокупный доход по выпускам с фиксированным купоном превосходит флоатер в большинстве случаев, т.к. и прогноз ГПБ, и консенсус рынка предполагают заметное снижение ставок (пусть и с разной скоростью), которое приведет к положительной переоценке бумаг с фиксированным купоном и снижению дохода от флоатера. При использовании консенсус-прогноза доход от флоатера на сравнительно коротком сроке инвестирования будет выше, т.к. такой прогноз закладывает менее агрессивное, по сравнению с нашими ожиданиями, снижение ставок в 2024 г.

При этом стоит отметить, что разрыв между двумя классами бумаг не разителен и в «худших» случаях не превышает 1,0–1,7 п.п. Более того, оба использованных прогноза сравнительно оптимистичны и не учитывают возможности роста ставок или их сохранения на текущем уровне надолго. Напомним, что в начале 2023 г. рынок также не ждал ужесточения монетарной политики, которое по факту стало одним из сильнейших за последнее десятилетие. Очевидно, что в случае развития событий по негативному сценарию флоатер покажет существенно больший доход.

Резюме

В условиях высокой рыночной неопределенности флоатеры дают как эмитентам, так и инвесторам возможность находить компромисс по стоимости заимствований, исходя из различных ожиданий по дальнейшей траектории ставок. Мы полагаем, что в дальнейшем рост популярности флоатеров будет усиливаться в периоды, аналогичные 2023 г.

При этом отметим, что в текущем году, по мере конвергенции ожиданий участников рынка относительно траектории ставок, объем эмиссии флоатеров может сократиться. Их место, по аналогии с 2015 г., могут занять классические бумаги с более коротким сроком обращения и/или встроенными колл-опционами.

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 – 2024. «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 или 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 Виктор Ип (+852 2867 1883)] или г-н Артем Кормилицин (+852 2867 1886)] 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.