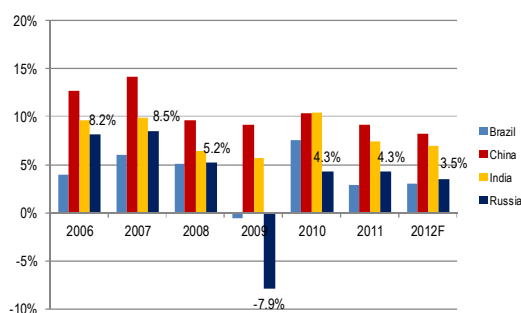


Olga Belenkaya, belenkayao@sovlink.ru

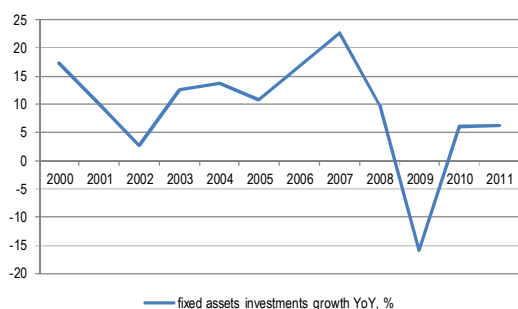
## Россия перед президентскими выборами. Экономическая и финансовая ситуация

**Рис. 1 Темпы роста экономик BRIC**


Источник – МВФ

**Рис. 2 Рост реальных располагаемых доходов населения России, %**


Источник – Росстат

**Рис. 3 Рост инвестиций в основной капитал, %**


Источник – Росстат

Докризисная модель роста ВВП на 6-7% в год больше не работает даже при высоких ценах на нефть. После провала ВВП в 2009 г. на 7,8% - один из худших результатов для G20, экономика в течение 2-х лет восстанавливается скромными темпами – 4,3% в год, и среднесрочные прогнозы не предполагают выход на более высокий рост.

Итоги 2011 г. - реальные доходы населения стагнируют, рост инвестиций существенно замедлился, относительно приличные показатели розничной торговли достигаются за счет снижения нормы сбережений и роста заимствований

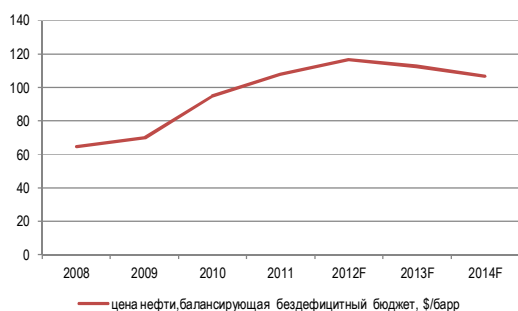
Основные проявления предвыборного периода – рекордный с 2008 г. отток капитала, усилившийся после сентябрьского решения о «рокировке», подавленная до рекордно низких значений инфляция, антикоррупционная кампания, увеличение социальных выплат. К условно популистским мерам можно отнести перенос сроков повышения тарифов с января на июль, обещания 30% скидки на ГСМ для с/х производителей, уникальное предложение премьера и кандидата в президенты по выкупу акций ВТБ у физических лиц-участников народного IPO. Приметой предвыборного сезона стал и кредитный бум в условиях дефицита ликвидности.

В отличие от декабря, рынки сейчас значительно спокойнее воспринимают российские политические риски. Возможно, это связано с общим ростом спроса на рискованные активы – в последнюю неделю января EPFR зафиксировал приток средств глобальных фондов в акции развивающихся рынков в размере \$2,6 млрд, в том числе Россия получила рекордный с апреля прошлого года приток иностранных средств – \$237 млн. Это следствие смягчения денежно-кредитной политики основных центробанков (декабрьское LTRO на 489 млрд евро от ЕЦБ, ожидания нового аукциона в конце февраля, на котором, по слухам, банки готовы взять до 1 трлн евро, продление ФРС периода нулевых ставок до конца 2014 г. и намеков на возможное QE3). Рынкам дан сигнал, что деньги долго будут оставаться дешевыми, а долговые проблемы будут «заливать деньгами» - значит, можно попытаться заработать на более доходных активах. Немаловажным фактором привлекательности российского рынка являются ожидания высоких цен на нефть из-за рисков военного конфликта в Иране. Снижение напряжения на финансовых рынках в целом смягчает опасения шока, аналогичного глобальному кризису 2008/09 гг.

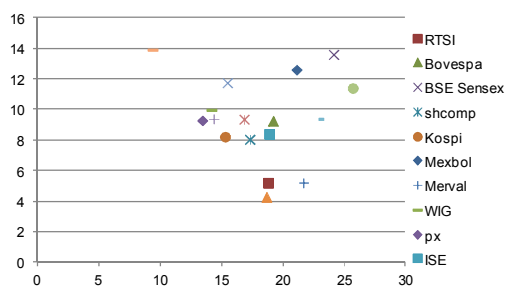
Таким образом, настроения в отношении российской экономики и фондового рынка несколько улучшились, хотя скорее тут можно говорить о весьма уязвимом спекулятивном carry trade, поскольку риски, связанные с долговыми проблемами развитых стран, негативным влиянием на глобальную экономику вынужденного бюджетного ужесточения и делевериджа в ЕС и США, никуда не исчезли. В среднесрочной перспективе влияние внешних факторов на российскую экономику и рынок, по-прежнему будет преобладающим. Однако впервые за много лет появятся новые внутренние факторы неопределенности.

**Рис. 4** Рост оборота розничной торговли, %


Источник – Росстат

**Рис. 5** Зависимость бюджета от нефтяных цен


Источник – Минфин

**Рис. Российский рынок акций остается одним из наиболее дешевых в мире (P/E12 cons =5,2, ROE 18.8%)**


Мы видим несколько серьезных послевыборных экономических проблем в России – 1) риски рецессии / слабого роста мировой экономики не будут способствовать благоприятному внешнему фону в России в ближайшие годы. 2) В структуре расходов бюджета ближайших 3 лет опережающими темпами растет доля расходов на силовые структуры, в ущерб доле национальной экономики, образования и здравоохранения. 3) Зависимость бюджета от нефтяных цен существенно возросла в последние годы – цена, при которой достигается бездефицитный бюджет, увеличилась с \$65-70 до \$117/барр. Смягчить проблему возможного падения цен на нефть частично могут накопленные резервы и низкий уровень госдолга, облегчающий заимствования. Но в случае значительного и длительного падения цен на нефть может потребоваться секвестр расходов. 4) повышение эффективности госрасходов – наиболее правильный путь, но малореалистичный в рамках действующей модели. 5) Потенциал роста экономики ослаблен низкой конкурентоспособностью промышленности и возросшей монополизацией, неэффективностью системы управления, проблемами в законодательной базе и произволом в правоприменительной практике.

Рейтинг В. Путина, по данным ВЦИОМ, лидирует с существенным отрывом от других кандидатов и на последнюю дату превышает 50%, что означает высокую вероятность победы в 1-м туре.

Одновременно в последние месяцы заметно растут протестные настроения – впервые с 1991-93 гг. отмечается столь массовая активность оппозиционных митингов. Контрмитинг на Поклонной горе в поддержку В. Путина говорит о том, что власть не собирается сдавать позиции и действует по плану, причем также готова непосредственно апеллировать к улице, недовольству бюрократией, коррупцией, опасениям развала страны.

Таким образом, хотя основным сценарием мы считаем победу В. Путина в 1-м туре, неопределенность реакции общества и дальнейших последствий сохраняется.

**Сценарий 1** – Победа Путина в 1-м туре в целом воспринимается как легитимная, протестная активность (хотя бы временно) затухает

Влияние на фондовый рынок – снижение политических рисков, по крайней мере, на время. Рынок получит дополнительный стимул для роста, хотя, по-видимому, снижение политических рисков уже отыгрывается с начала года. Дальнейший стимул к росту получают госкомпании (Газпром, нефтяной сектор) и компании, связываемые с приближенными к власти олигархами.

**Последствия для экономики** – скорее всего, выданные авансы будут компенсированы вынужденными непопулярными мерами (повышение налоговой нагрузки, со временем – вероятно, повышение пенсионного возраста). Вероятно частичное ослабление давления на бизнес, постепенное снижение доли государства в экономике и социальной сфере. Экономическая модель вряд ли существенно изменится, сырьевая ориентация сохранится, уязвимость к внешним рискам будет расти. По мере разочарований в экономической политике, может расти социальное недовольство. Неизбежно возрастет политическая конкуренция, и система управления усложнится.

**Сценарий 2 - второй тур** (наиболее вероятные соперники Путин-Зюганов). Исход станет менее предсказуемым, что может вызвать

снижение рынка между двумя турами. На наш взгляд, вероятность этого сценария сейчас очень мала.

**Сценарий 3 (поствыборный)** - Недоверие к результатам выборов, рост протестной активности. Активная часть общества не признает легитимной победу Путина в первом туре. Массовые акции протеста, гражданское неповиновение, забастовки, требования новых выборов. Краткосрочно дестабилизация политической ситуации может вызвать резкое падение рынка и усиление оттока капитала.

Власти придется выбирать между **жесткими действиями** и **уступками**. Вероятность повторных выборов с более широким набором кандидатов существенно возрастет. Дальнейшие последствия пока непредсказуемы. В зоне риска для инвесторов окажутся госкомпании и группы, ассоциируемые с приближенными к власти олигархами.

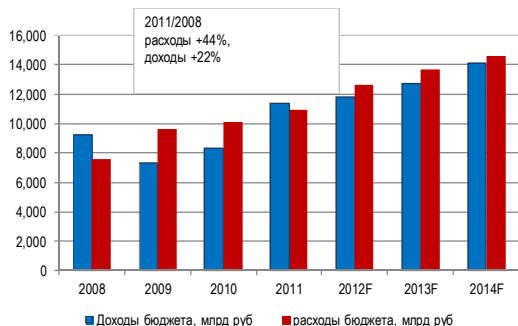
**Одним из вариантов уступок** могут стать **досрочные парламентские выборы**, с получением представительства частью внесистемной оппозиции и **частичное смещение полномочий от президента к парламенту** (некий компромиссный вариант между президентской и парламентской республикой). Это снизит концентрацию властных полномочий, может привести к снижению возможностей «ручного управления» (что в кризисной ситуации не всегда хорошо), затруднить принятие непопулярных решений. От властных групп потребуется умение и желание находить компромиссы, что всегда непросто. Однако расширение групп, участвующих в управлении государством, может привести к более публичному процессу управления и ускорению реформ, что в итоге может положительно отразиться на рынке.

**Вывод** – хотя опасения инвесторов в отношении мартовских президентских выборов ослабели, учитывая неопределенность развития событий, перед выборами лучше не предпринимать активных действий и дождаться прояснения ситуации. Впоследствии, если выборы пройдут без проблем и политические риски снизятся, будет возможность снова войти в растущий рынок. Фундаментально, российский рынок акций остается одним из наиболее дешевых среди глобальных конкурентов (по P/E12=5,2 дисконт составляет около 45%), и снижение рискованной премии может сократить этот разрыв.

## Посткризисное восстановление

Докризисная модель роста ВВП на 6-7% в год больше не работает даже при высоких ценах на нефть. После провала ВВП в 2009 г. на 7,8% - один из худших результатов для G20, экономика в течение 2-х лет восстанавливается скромными темпами – 4,3% в год, и среднесрочные прогнозы не предполагают выход на более высокий рост (Рис. 1).

Рис. 6 Доходы и расходы бюджета



Источник – Минфин

Рост экономики в 2011 г. – 4,3%, структура ВВП показывает, что основным фактором роста стали инвестиции в прирост товарных запасов. Реальные доходы населения стагнируют, а в течение части года снижались, рост инвестиций существенно замедлился, относительно приличные показатели розничной торговли достигаются за счет снижения нормы сбережений и роста заимствований (Рис 2-4).

На наш взгляд, основные причины слабости роста – ухудшение экономических ожиданий на фоне затяжного кризиса в мировой экономике, перекосы в бюджетной политике, рост налоговой нагрузки на компании, сохраняющиеся высокие риски для бизнеса, в последнее время – еще и неопределенность, связанная с парламентскими и президентскими выборами.

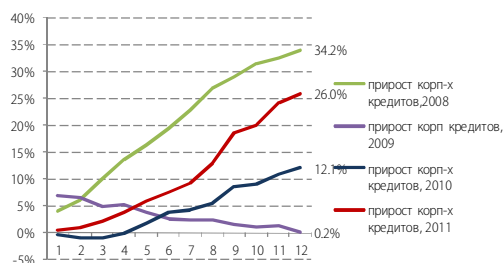
Макропоказатели в целом выглядят неплохо – международные резервы составляют почти 500 млрд долл., отношение госдолг/ВВП – около 10%, бюджет прошлого года сведен с профицитом, достигнут минимальный уровень инфляции за всю постсоветскую историю. Определенные успехи (вне сырьевых секторов) есть в сельском хозяйстве, строительстве, сборочном производстве.

Негатив - Рост зависимости бюджета от нефтяных цен за последние годы – среднегодовая цена для бездефицитного бюджета повысилась с \$65 в 2007 г. до \$117 в 2012. (Рис. 5). Расходы бюджета с 2008 по 2011 гг. выросли на 44%, доходы – на 22% (Рис 6)

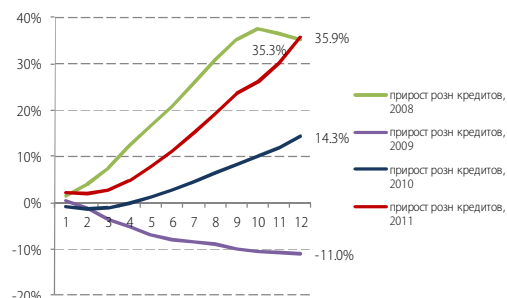
Бюджет поддержал экономику в кризис, но стал уязвимее к падению цен на нефть.

## В чем ощущается влияние выборов:

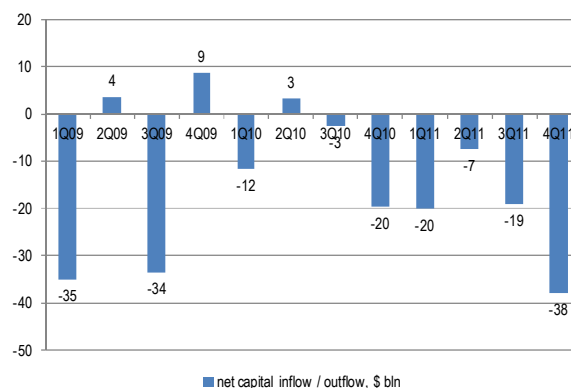
**Отток капитала** – с сентября 2010 г., за 2011 г. – почти 85 млрд долл. Рекорд с кризисного 2008 г. Связано не только с выборами, но и с негативной внешней ситуацией (закрытие внешних рынков для российских заемщиков, вывод европейскими банками ликвидности через российские дочки, скупка иностранной валюты компаниями и населением в ожидании ослабления рубля). С сентября 2011 г. (решение о «рокировке» президента и премьера) отток капитала усилился (слайд 3), что совпало и с ухудшением ситуации на финансовых рынках.

**Рис. 8 Прирост корпоративных кредитов по годам**


Источник – ЦБ

**Рис. 9 Прирост розничных кредитов по годам**


Источник – ЦБ

**Рис. 7 Чистый приток/отток капитала из России, \$ млрд**


Источник – ЦБ РФ

**Подавленная инфляция** (6,1%) – заслуга правительства или стечение обстоятельств? Частично – следствие высокой базы 2010 г. по ценам продовольственных товаров из-за засухи, частично – недофинансирование бюджетных расходов в течение почти всего 2011 года, частично – отток капитала (и более гибкая валютная политика ЦБ).

**Бюджетные расходы** 2012/2011 – рост почти на 16% к фактическим значениям 2011 г. при увеличении плановых доходов лишь на 3,8%. Доля социальных расходов в 2012 г. достигает максимума – 30,8%.

С 1 января 2012 г. в 1,6 раза повышены пенсии военным. Премьер объявил о повышении трудовых пенсий с 1.02.12 – на 7%, еще одно – с 1 апреля, и тогда же – повышение социальных пенсий на 14,1%.

**Тарифы, льготы.** Перенос срока индексации тарифов с начала на середину года – впервые за всю постсоветскую историю. Обещание 30%-ной скидки на ГСМ для сельхозпроизводителей.

**Антикоррупционные меры** – жесткое выступление премьера в отношении аффилированных схем в энергетике, требования к руководству госкомпаний по декларированию доходов, требования к госкомпаниям раскрыть конечных бенефициаров контрагентов.

**Кредитный бум в 2011 г.** (рис 8, 9) – рост корпоративных кредитов на 26%, розничных – на 36%. Это рекордные цифры с 2008 г. Одна из причин – закрытие внешних долговых рынков для российских корпоративных заемщиков в 3-4 кв 2011 г. Вторая – изменение потребительского поведения граждан (на фоне низких депозитных ставок в течение большей части 2011 г., недостатка надежных финансовых инструментов они стремились больше тратить, чем сберегать). Третья – банки всеми силами стимулировали рост кредитования населения, пытаясь заработать на наиболее доходных продуктах. Это и поддержало потребительский спрос при стагнации реальных доходов населения. Государство же стремилось решить проблему доступного жилья через ипотечные кредиты

**Популизм:** Уникальное предложение премьера по выкупу акций ВТБ у физических лиц – участников народного IPO по цене размещения – при том, что формально в соответствии с законодательством, предложение о выкупе акций должно делаться всем акционерам. Не менее удивительно заявление о готовности государства предоставить ресурсы для выкупа акций (затем, правда, было сказано, что выкуп

будет финансироваться из прибыли банка).

## После выборыные экономические проблемы

**Текущие угрозы** – риски рецессии в мировой экономике, неустойчивая ситуация с ликвидностью в финансовом секторе, кредитный бум в конце 2011 г., грозящий ростом проблемных кредитов в случае ухудшения ситуации в экономике. Судя по запущенной бюджетно-долговой ситуации в развитых экономиках мира, процесс слабого роста мировой экономики и делевериджа будет продолжаться несколько лет, т.е. России не следует рассчитывать на благоприятные внешние условия.

## Проблемы развития

### 1. Низкая конкурентоспособность и монополизация экономики

По данным Росстата за 2010 г., **степень износа основных средств** повысилась с 45,3% до 47,1% (Рис. 10).

Новые производственные мощности, за исключением сырьевых секторов и некоторых сборочных производств, почти не создаются, старые мощности в значительной мере деградировали. Заметно сократилось количество квалифицированных рабочих и инженеров. Утрачено преимущество дешевой рабочей силы (в том числе из-за высокой налоговой нагрузки на фонд оплаты труда). Итог - внутренний спрос вновь ориентируется на импорт.

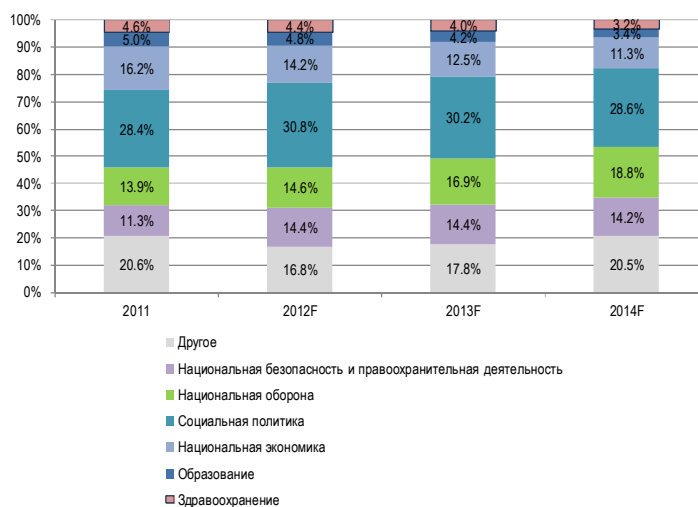
**Монополизация экономики** – если в начале 2000-х гг. было активное развитие множества средних компаний, которые затем либо консолидировались и формировали крупные холдинги, либо уходили с рынка, то сейчас этот процесс существенно замедлился. Барьеры для входа на рынок повысились, к тому же произошло первичное насыщение рынка и конкурировать стало тяжелее. Присоединение к ВТО усилит конкурентное давление со стороны глобальных брендов. Зависимость бизнеса от органов управления (например, выделение участков земли под строительство) и от монопольного положения госкомпаний возросла (РЖД не справляется с перевозками угля, проблемы с подключением к энергосетям и т.д.)

**2. Послевыборный 3-х летний бюджет носит откровенно мобилизационный характер** – опережающий рост расходов на нац оборону, безопасность и правоохранительную деятельность. Всего с 2011 по 2014 гг. доля расходов на оборону увеличивается с 13,9% до 18,8%, на нац безопасность и правоохранительную деятельность – с 11,3% до 14,2%. При этом снижается доля расходов на нац экономику – с 16,2% до 11,3%, на образование – 5% до 3,4%, на здравоохранение – с 4,6% до 3,2% (Рис 11).

Рис. 10 Степень износа основных фондов в России



Источник - Росстат

**Рис. 11 Структура расходов бюджета, 2011-2014**


Источник – Минфин, РБК

**Проблема устойчивости бюджета к снижению цен на нефть и газ.** Без учета нефтегазовых доходов дефицит составляет около 10% ВВП.

По прогнозам ЦБ, в ближайшие годы Россия выйдет на дефицит счета текущих операций, т.е. высока вероятность перейти к «двойному дефициту», который будет способствовать девальвации рубля.

Смягчить проблему возможного падения цен на нефть частично могут накопленные резервы и низкий уровень госдолга, облегчающий заимствования. Но в случае значительного и длительного падения цен на нефть может потребоваться секвестр расходов.

#### **Хронический дефицит пенсионной системы –**

Минздравсоцразвития оценивает дефицит ПФР в 2012 г. на уровне около 1 трлн руб, в дальнейшем ожидается его расширение по мере сокращения трудоспособного населения. При этом значительная доля доходов ПФР формируется за счет трансфертов федерального бюджета.

**Системные риски** – проблема коррупции маскирует неэффективность системы управления, пробелы в законодательной базе и произвол в правоприменительной практике.

#### **Низкая инвестиционная привлекательность российского рынка**

для иностранного капитала – частые случаи недружественного поведения контролирующего акционера к миноритариям (размывание доли в капитале, делистинг, вывод прибыли и активов в структуры контролирующего акционера компании), искажение рыночной конкуренции за счет влияния административного ресурса и коррупционных схем при неизбежных контактах бизнеса с органами власти.

## Что ждать от выборов?

### Основные сценарии:

1. Победа В. Путина в 1-м туре
2. Проведение второго тура
3. Реакция общества на победу В. Путина и отношение к легитимности выборов.

**Рейтинг В. Путина, по данным ВЦИОМ, лидирует с существенным отрывом от других кандидатов и на последнюю дату превышает 50%, что означает высокую вероятность победы в 1-м туре.**

### Динамика электоральных предпочтений россиян, в %

	Янв 7, 2012	Янв 14, 2012	Янв 21, 2012	Янв 28, 2012
Путин В.В.	48	52	49	52
Зюганов Г.А.	10	11	11	8
Жириновский В.В.	9	9	9	8
Миронов С.М.	5	4	6	4
Прохоров М.Д.	3	2	4	4
Не стал бы участвовать в выборах	9	10	9	11
Затрудняюсь ответить	10	9	9	10

Источник - ВЦИОМ

**Одновременно в последние месяцы заметно растут протестные настроения – впервые с 1991-93 гг. отмечается столь массовая активность оппозиционных митингов**

### Количество участников основных оппозиционных митингов

	Данные ГУВД	Оценки организаторов
Болотная, 10.12.2011	25 тыс	85-100 тыс.
Пр-т Сахарова, 24.12.2011	30 тыс	100-120 тыс.
Болотная, 04.02.2012	36 тыс	120 тыс +

Контрмитинг на Поклонной горе в поддержку В. Путина говорит о том, что власть не собирается сдавать позиции и действует по плану, причем также готова непосредственно апеллировать к улице, недовольству бюрократией, опасениям развала страны.

Таким образом, хотя основным сценарием мы считаем победу В. Путина в 1-м туре, неопределенность реакции общества и дальнейших последствий сохраняется.

**Сценарий 1 – Победа Путина в 1-м туре в целом воспринимается как легитимная, протестная активность (хотя бы временно) затухает**

**Влияние на фондовый рынок** – это **снизит политические риски**, по крайней мере, на время. Рынок получит дополнительный стимул для роста, хотя, по-видимому, снижение политических рисков уже отыгрывается с начала года.

**Последствия для экономики** – скорее всего, выданные авансы будут

компенсированы вынужденными непопулярными мерами (повышение налоговой нагрузки, со временем – вероятно, повышение пенсионного возраста). Правительство готовится ввести налог на роскошь, с 2014 г. предусмотрен возврат к 34% ставке ЕСН, обсуждается увеличение взносов на пенсионное страхование с работников (+4 п.п.), повышение НДС. В целом увеличение налоговой нагрузки может дополнительно затормозить развитие экономики. Вопрос повышения пенсионного возраста уже обсуждается, но пока население уверяют, что «в ближайшей обозримой перспективе» этого не произойдет. После выборов решение власти может измениться.

В программе Путина заявлены цели, которые, по его мнению, должны обеспечить условия экономического роста – эффективность расходов, контроль над госзакупками с привлечением общественности, удвоение производительности труда, создание высокотехнологичных рабочих мест и повышение доли высокотехнологичной продукции, развитие малого бизнеса. К сожалению, практически все они не содержат механизмов реализации.

Реакция на общественное давление уже наблюдаема – изменения в политике СМИ, подготовка к изменениям законодательства (регистрация партий и кандидатов, прямые выборы губернаторов). По-видимому, будут предприняты показательные меры по борьбе с коррупцией, но вряд ли они реально изменят ситуацию в системе управления. Вероятно, в правительстве будут перестановки – премьер сказал, что может «рекрутировать» профессионалов из оппозиции. Мы предполагаем, что продолжатся и кадровые перестановки и в госкомпаниях, особенно активно засветившихся в разоблачительных антикоррупционных скандалах. Подтверждается курс на масштабную приватизацию (от которой выиграет, скорее всего, узкий круг «допущенных»), ограничение экспансии госкомпаний и постепенное снижение административных рычагов в экономике.

По-видимому, продолжатся попытки улучшения инвестиционного имиджа – на форуме Россия-2012 Путин поставил задачу повышения места России в рейтинге ВБ “Doing business” на 100 ступеней и войти в 20-ку лучших стран для ведения бизнеса! Звучит фантастично. В основном предполагается добиться этого за счет сокращения бюрократического давления (что напоминает попытки административной реформы в начале его первого срока). Декларируется «презумпция добросовестности бизнеса». Однако, скорее всего, реформы будут носить частный и косметический характер, не отменяя главных препятствий – отсутствие независимой и эффективной судебной системы, монополизация экономики клановыми структурами различного происхождения, отсутствие эффективных механизмов защиты собственности, повсеместное использование административного ресурса.

Вывод – по итогам выборов, в случае ожидаемой победы В. Путина вероятны частичное ослабление давления на бизнес, увеличение налоговой нагрузки на население, постепенное снижение доли государства в экономике и социальной сфере. Экономическая модель вряд ли существенно изменится, сырьевая ориентация сохранится, уязвимость к внешним рискам будет расти. По мере разочарований в экономической политике, будет расти социальное недовольство. Неизбежно возрастет политическая конкуренция, и система управления усложнится.

**Сценарий 2 - второй тур** (наиболее вероятные соперники Путин-Зюганов). Исход станет менее предсказуемым, что **может вызвать снижение рынка между двумя турами.**

Победа Путина во втором туре будет более тяжелой, но и более убедительной. Скорее всего, между двумя турами будут сделаны дополнительные предвыборные ходы, состав правительства станет более коалиционным.

Победа Зюганова представляется гораздо менее вероятной. На наш взгляд, такой результат, с учетом декларируемым кандидатом пересмотром итогов приватизации и частичной национализацией крупной промышленности, будет воспринят рынком однозначно негативно. Как более мягкий вариант возможно требования к участникам залоговых аукционов уплатить крупный разовый налог для легитимизации приватизации.

**Сценарий 3 (поствыборный) - Недоверие к результатам выборов, рост протестной активности.** Активная часть общества не признает легитимной победу Путина в первом туре. Массовые акции протеста, гражданское неповиновение, забастовки, требования новых выборов.

Краткосрочно дестабилизация политической ситуации может вызвать резкое падение рынка и усиление оттока капитала.

Власти придется выбирать между жесткими действиями и уступками. Вероятность повторных выборов с более широким набором кандидатов существенно возрастет. Дальнейшие последствия пока непредсказуемы. В зоне риска для инвесторов окажутся госкомпании и группы, ассоциируемые с приближенными к власти олигархами.

Вывод – учитывая неопределенность развития событий, перед выборами лучше не предпринимать активных действий и дожидаться прояснения ситуации. Сейчас это тем более актуально, что мировые фондовые индексы, в том числе и индекс ММВБ, находятся на максимумах за несколько месяцев при сохранении серьезных макроэкономических рисков (в частности, по дефолту Греции), что повышает вероятность коррекции. Впоследствии, если выборы пройдут без проблем и политические риски снизятся, будет возможность снова войти в растущий рынок.

Фундаментально, российский рынок акций остается одним из наиболее дешевых среди глобальных конкурентов (по P/E12 дисконт составляет около 45%), и снижение рискованной премии может сократить этот разрыв.

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

### ООО «СОВЛИНК»

Тел.: +7 495 967-1300

Факс: + 7 495 967-1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,  
Москва 119019, Россия

[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)  
[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)

© ООО «СОВЛИНК» 2012.

Содержащаяся в настоящем Аналитическом отчёте информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц и ничто в Аналитическом отчете не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США.

Настоящий Аналитический отчет носит исключительно ознакомительный, аналитический характер, отражает личное мнение аналитика(ов) ООО «СОВЛИНК» и не может толковаться как рекомендация ООО “СОВЛИНК” или его аналитиков или основание покупки или продажи ценных бумаг и/или производных финансовых инструментов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги, а также не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг или производных финансовых инструментов. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при осуществлении операций (сделок) с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

Настоящий Аналитический отчет не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и интересов какого-либо лица, которое может получить настоящий Аналитический отчет. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций к ООО «СОВЛИНК» по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, указанные в настоящем Аналитическом отчете, им также следует понимать, что прогнозы в отношении будущих планов эмитентов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться в течение времени. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности эмитентов не обязательно определяют будущие показатели их деятельности. Курсы иностранной валюты могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу и/или производный финансовый инструмент, указанные в Аналитическом отчете. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Аналитический отчет составлен на основе общедоступной информации и сведений, ставших доступными неограниченному кругу лиц, в том числе в результате их распространения. Подготовившее настоящий Аналитический отчет лицо(а) исходило из того, что упомянутые в Аналитическом отчете эмитенты раскрывают информацию в объеме, порядке и сроки, предусмотренные законодательством Российской Федерации о рынке ценных бумаг.

ООО “СОВЛИНК” не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в Аналитическом отчете информации, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают этот Аналитический отчет одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, сообщать обо всех изменениях, вносимых в Информацию, а также исправлять неточности, содержащиеся в Аналитическом отчете.

Ни ООО “СОВЛИНК”, ни его аналитики не несут ответственности за содержание настоящего Аналитического отчета, а также за прямые и косвенные убытки от использования Информации.

ООО “СОВЛИНК”, его аффилированные лица, аналитики, подготовившие настоящий Аналитический отчет, директора и сотрудники ООО «СОВЛИНК» имеют право владеть, покупать и продавать любые ценные бумаги и/или производные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем Аналитическом отчете, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данном Аналитическом отчете эмитентов.