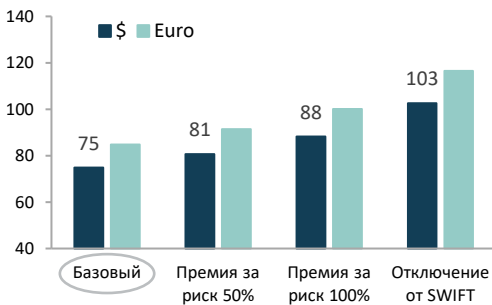


1 февраля 2022 г.

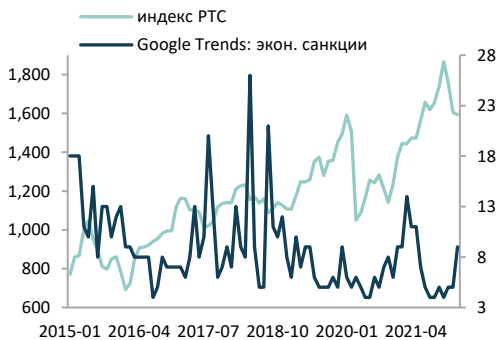
Россия под угрозой санкций

Валютный курс – базовый и стресс-сценарии



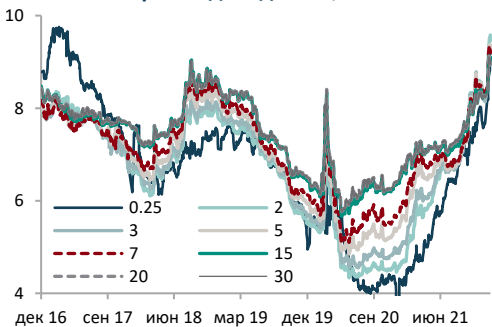
Источники: Bloomberg, BCS

Актуальность темы санкций в трендах поиска Google против РТС



Источники: Google Trends, Bloomberg, BCS

Кривая доходности, %



Источники: Bloomberg, BCS

В условиях неопределенности в отношении риска санкций мы попытались оценить прямое и косвенное влияние различных потенциальных ограничений на российскую экономику. Таким образом, помимо базового сценария, мы рассмотрели 3 варианта неблагоприятных санкций: мягкие, умеренные и жесткие.

- **2022 г. – новая волна санкций: рост без изменений, но более слабый рубль**
 - Высокая рыночная волатильность – рост CDS на 80%
 - Рубль на конец 2022 г. по RUB 74.8/\$ (ранее мы ждали RUB 72/\$)
 - Рост ВВП на 2.6% при поддержке роста цен на нефть
- **Экономические последствия 3-х сценариев – высокие риски, низкий рост**
 - Мягкие санкции: премия за риск +40-50, рост ВВП +2.4%
 - Умеренные: рост премии за риск в два раза, рост ВВП +1.4%
 - Жесткие: рост премии за риск и спад инвестиций, провал ВВП на 2.4%
 - Макроконъюнктура остается сильной: высокие резервы, низкий долг, дедолларизация экономики
- **Экономические последствия санкций в 2014-20 гг.**
 - Неопределенность → низкие инвестиции → слабый рост экономики
 - Совокупные потери: около 0.3 п.п. годового роста ВВП

Новые санкции в 2022 г.: базовый сценарий – рост ВВП без изменений, ослабление рубля. Мы пересмотрели наши оценки на 2022 г.: прогноз экономического роста не изменился – мы по-прежнему ожидаем, что ВВП вырастет на 2.6% благодаря сильным показателям нефтяного сектора. Тем не менее рубль окажется слабее (RUB 74.8/\$.), чем мы ожидали ранее (RUB 72/\$), а рост цен, вероятно, будет повышенным и составит 5.1% г/г в 2022 г.

Экономические последствия 3-х альтернативных сценариев. Мы рассмотрели три альтернативных, более негативных сценария, которые могут начать реализовываться в 1П22 как продолжение финансовой волатильности, наблюдаемой с января 2022 г. Таким образом, мы рассчитали, как отреагируют экономические показатели России на: 1) мягкие, 2) умеренные и 3) жесткие санкции, в том числе отключение от SWIFT.

Неблагоприятные сценарии: от мягких до жестких санкций. При реализации сценария мягких ограничений рубль может ослабнуть на 6% до RUB 81/\$, рост цен, как ожидается, ускорится выше базового уровня и составит 6.6% г/г., а рост ВВП замедлится до 2.4%. При сценарии умеренных санкций российская валюта может обесцениться на 15% до RUB 88/\$. Этот шок усилит инфляционное давление и замедлит рост ВВП до 1.4% в 2022 г. При сценарии жестких санкций экономический шок будет длительным; рост ВВП будет сокращаться в течение двух лет с общей просадкой примерно на 4.7%. В 2022 г. российская экономика может сократиться на 2.6%.

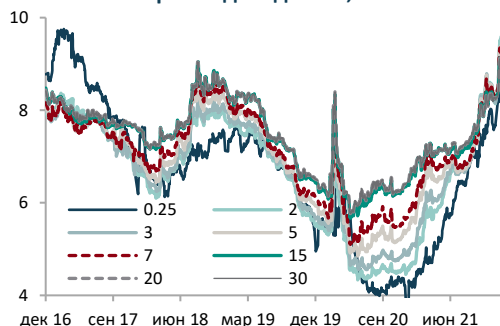
Влияние санкций на экономику в 2014-20 гг. Когда были введены первые санкции в 2014-15 гг., Россия столкнулась с еще одной проблемой – обвалом цен на сырьевых рынках. Чтобы оценить «чистый санкционный эффект», мы сосредоточились на частном секторе, который, находясь под давлением, был вынужден сократить инвестиции и усилить снижение долговой нагрузки. С учетом этого смещения в сторону снижения кредитования мы рассчитали общее влияние санкций на деловую активность в период 2014-20 гг.: по нашим оценкам, российская экономика за этот период потеряла около 0.3 п.п. годового роста ВВП.

Актуальность темы санкций в трендах поиска Google против РТС



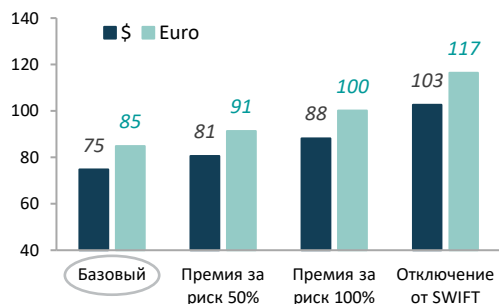
Источники: Google Trends, Bloomberg, BCS

Кривая доходности, %



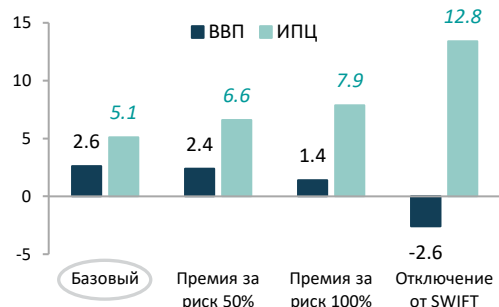
Источники: Bloomberg, BCS

Валютный курс – базовый и стресс-сценарии



Источники: Bloomberg, BCS

Рост ВВП и ИПЦ дек/дек – базовый и стресс-сценарии, %



Источник: BCS

Россия под угрозой санкций

Новая волна санкций в 2022 г.

Базовый сценарий

2022 г. – санкционная сага продолжается. Текущий год начался с нового витка геополитической напряженности после волнений в Казахстане и спекуляций о возможном вторжении России на территорию Украины. За первый месяц года, несмотря на мощную поддержку со стороны цен на нефть, которые выросли с \$78.9/барр. до \$91/барр., индекс РТС упал на 11%, а рубль ослаб с RUB 74.5/\$ до RUB 77/\$. Стоимость страхования суверенного долга России выросла до 220 базисных пунктов и достигла уровня 2018 г. Волатильность на финансовых рынках усугубилась из-за санкционного давления: всего за 3 недели в отношении России было предложено одобрить три санкционных законопроекта, что еще больше подорвало доверие игроков, инвестирующих в Россию. Эти меры включают как относительно мягкие ограничения, такие как персональные санкции, так и более жесткие ограничения, которые предполагают блокировку транзакций российских финансовых учреждений и даже отключение России от SWIFT. В условиях таких санкционных рисков резко возросла степень неопределенности, что привело к ухудшению делового климата и усилению оттока капитала, особенно на фоне роста цен на нефть.

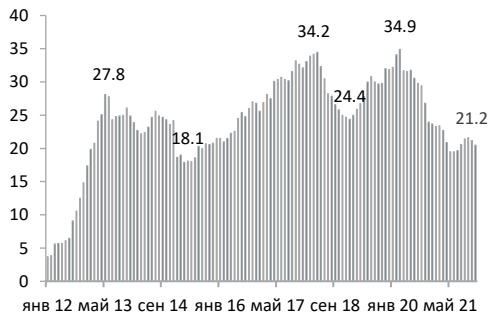
Наш базовый прогноз обновлен. Учитывая новые экономические реалии, мы пересмотрели наши оценки на 2022 г. Одно из наших ключевых предположений заключается в том, что к концу 2022 г. премия за риск вернется к уровню прошлого года, а средняя цена нефти марки Brent будет на уровне \$84/барр. В результате рубль постепенно укрепится до RUB 74.8/\$, хотя окажется слабее, чем в нашем предыдущем прогнозе (RUB 72/\$). Перенос курса на инфляцию приведет к тому, что рост цен, вероятно, будет повышенным и составит 5.1% дек/дек в 2022 г., а затем замедлится в 2023 г. При этом сценарии денежно-кредитная политика ЦБ РФ останется жесткой, в том числе из-за более «ястребиной» позиции регулятора в США. Однако перечисленные факторы не привели к изменению прогноза роста российской экономики: мы по-прежнему ожидаем, что по итогам 2022 г. ВВП вырастет на 2.8% благодаря сильным показателям нефтяного сектора.

Экономические последствия – 3 сценария

Неблагоприятные сценарии: от мягких до жестких санкций. Чтобы понять, какое санкционное давление может выдержать российская экономика и как ситуация может повлиять на экономические показатели страны, мы рассмотрели три альтернативных, более негативных сценария, которые могут начать реализовываться в 1П22 как продолжение финансовой волатильности, наблюдаемой с января 2022 г. Таким образом, мы рассчитали, как отреагируют экономические показатели России на: 1) мягкие, 2) умеренные и 3) жесткие санкции, в том числе отключение от SWIFT.

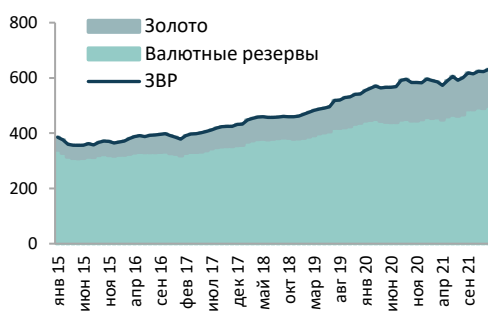
Ключевые предположения и оценки. Сценарий мягких ограничений предполагает, что санкции коснутся лишь отдельных лиц и организаций, связанных с властями. К сценарию умеренных санкций относится законопроект, подготовленный Демократической партией США, в котором предлагались ограничения в отношении банковского сектора и российских чиновников. А сценарий жестких санкций в первую очередь основан на законопроекте, внесенном конгрессменом-республиканцем Бэнксом, который предусматривает новые индивидуальные санкции, ограничения в отношении Северного потока-2, госкорпораций и суверенного долга. Жесткие меры также предполагают отключение от SWIFT. Анализ стресс-сценариев проводился с использованием кредитно-дефолтного свопа (5-летний CDS) в качестве показателя премии за риск. Эти оценки были интегрированы в монетарную модель.

Доля нерезидентов в ОФЗ, %



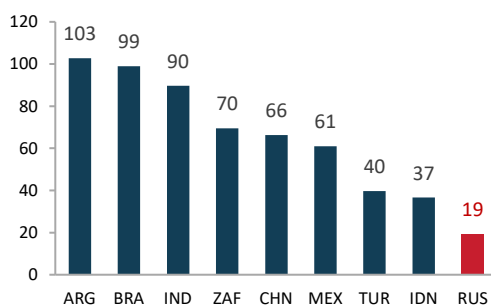
Источники: ЦБ, BCS

Международные резервы, \$ млрд



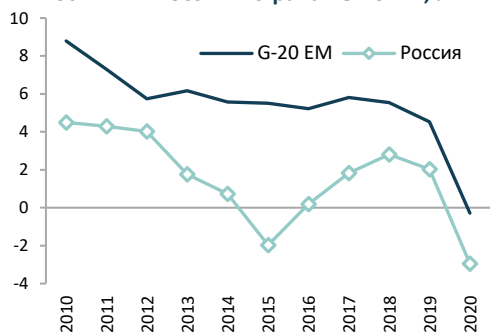
Источники: ЦБ, BCS

Госдолг России и стран G-20 EM в 2020, в % от ВВП



Источник: МВФ, BCS

Рост ВВП в России и странах G-20 EM, %



Источники: МВФ, BCS

- Мягкие санкции.** В рамках этого сценария мы предполагаем, что премия за риск может увеличиться на 40-50%, в результате экономическая неопределенность сохранится, а рубль продолжит обесцениваться. Этот подход считается одним из основных каналов влияния. При таком сценарии рубль может ослабнуть на 6% до RUB 81/\$. Ожидается, что рост цен ускорится выше базового уровня и составит 6.6% дек/дек. Рост ВВП замедлится до 2.4%. Следовательно, общий экономический эффект будет аналогичен ежегодным потерям, которые Россия несет 2014 г. после введения первых крымских санкций.
- Умеренные санкции.** При сценарии умеренных санкций премия за риск увеличится в два раза, следовательно российская валюта может обесцениться на 15% до RUB 88/\$. Этот шок усилит инфляционное давление и замедлит рост ВВП до 1.4% в 2022 г. Отметим, что значительная часть этого замедления роста будет связана с потенциальным выпуском, который снизится с 1.9% до 1.3%.
- Жесткие санкции.** В отличие от вышеперечисленных стрессов, сценарий жестких санкций, предполагающий отключение от SWIFT, влечет за собой экстремальные, хотя и маловероятные последствия. При этом сценарии экономический шок будет постоянным, поскольку рост ВВП будет сокращаться в течение двух лет со общей просадкой примерно на 4.7%. В 2022 г. российская экономика может сократиться на 2.6%. Отличие этого сценария от других заключается также и в ответе монетарных властей на подобный шок – ЦБ РФ, вероятно, будет проводить более мягкую политику, в том числе предоставляя ликвидность наиболее пострадавшим банкам и предприятиям.

Анализируя эти сценарии, мы пришли к выводу, что санкции могут сильно ударить по экономике не только в форме временного давления на рубль (RUB 81-103/\$), но и изменить модель экономического роста и снизить его потенциал.

Фундаментальный макрокейс против санкций

Наращивание макроэкономических резервов. В условиях повышенных санкционных рисков и сохраняющейся геополитической напряженности резко усилилась неопределенность в принятии экономических решений. В попытке смягчить этот эффект и снизить зависимость от внешних потрясений, власти продолжили курс на дедолларизацию и накопление резервов. В январе 2022 г. международные резервы достигли исторического максимума в \$639.6 млрд.

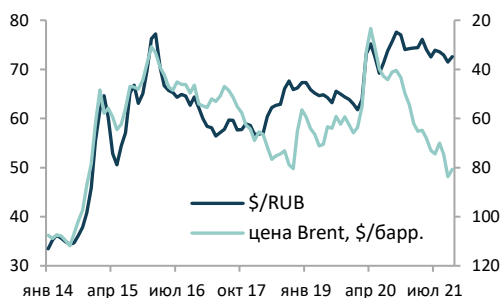
В рамках политики дедолларизации ЦБ заметно сократил долю долларовых активов в международных резервах. Доля долларовых резервов снизилась с 21% на 1К21 до всего 16% на 2К21. Во внешней торговле России также наблюдается постепенное вытеснение долларовых операций, доля которых снизилась с 80% в 2013 г. до 56% в 2013 г., хотя отчасти это можно объяснить снижением цен на нефть.

Кроме того, Россия – страна с самым низким уровнем госдолга (19.3% в 2020 г. и 17.3% ВВП в 2021 г.) и довольно развитым локальным рынком облигаций по сравнению с другими развивающимися рынками. В то же время зависимость страны от иностранных инвесторов относительно низкая (в том числе из-за введенных санкций): в 2021 г. американские инвесторы владели менее 7% рублевого госдолга.

Однако, несмотря на намерение властей компенсировать санкционные угрозы сильными экономическими показателями, перспективы российской экономики остаются весьма туманными. Ужесточение условий на глобальных финансовых рынках усиливает неопределенность, что давит на частные инвестиции и деловую активность. Вместе с тем ужесточение бюджетной и денежно-кредитной политики также может иметь негативные последствия для инвестиций, совокупной факторной производительности и экономического роста.

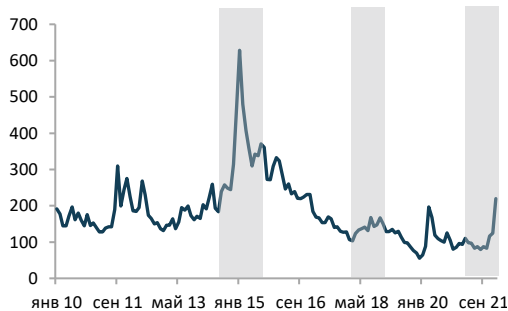
1 февраля 2022 г.

Валютный курс и цены на нефть



Источники: данные CEIC, BCS

CDS



Источники: Bloomberg, BCS

Санкционное давление с 2014 г.

Двойной шок в 2014 г. привел к снижению темпов роста

Долгая история санкций. На протяжении восьми лет Россия подвергалась санкционному давлению разной степени тяжести. Началось все в 2014 г., когда США и ЕС ввели индивидуальные и некоторые отраслевые санкции, ограничившие финансирование ключевых государственных банков и доступ к новым технологиям для нефтегазовых компаний. Однако важно отметить, что в 2014 г. Россия столкнулась с двойным шоком, поскольку, помимо введенных ограничений, цены на нефть обвалились до \$60 за барр. — 8-летнего минимума. Как следствие, стоимость страхования долга повысилась на 250 б.п., РТС снизился на 30%, а рост экономики замедлился с 1.8% в 2013 г. до 0.7% в 2014 г., а затем сократился на 2% в 2015 г.

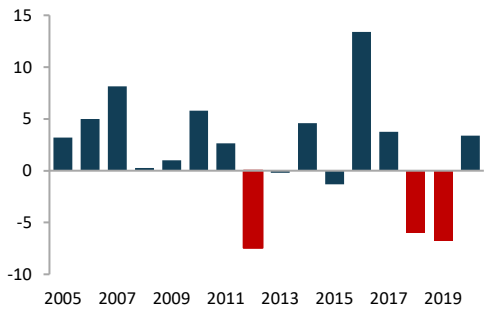
В 2016-17 гг. Россия оставалась под санкционным давлением, а США даже расширили список попавших под действие санкции компаний. Тем не менее экономические показатели были относительно устойчивыми — бизнес достаточно быстро адаптировался к введенным ограничениям. С 2017 г. рост экономики вернулся к своим потенциальным уровням в 1.5-2%. Однако в 2018 г. в России произошел очередной эпизод санкционного шока, когда в апреле США вновь расширили санкции, включив в специальный черный список SDN (Specially Designated Nationals and Blocked Persons) несколько публичных компаний, таких как UC Rusal и EN+. Включение в список не только обрушило цены на акции компаний, но и привело к повышенной волатильности на российском финансовом рынке и ослаблению рубля: РТС упал на 12%, рубль обесценился на 7%. Однако рост цен на нефть позволил стабилизировать российскую экономику, и с 2019 г. до COVID-19 наблюдался скромный рост в 2.5%.

Цена санкций была высокой, но терпимой — около 0.3% в год. Главной сложностью при оценке влияния санкций против России стало их совпадение с обвалом цен на сырьевых рынках. Еще одна трудность заключается в том, что санкции обычно усиливают долгосрочную неопределенность, способствуя увеличению профицита счета текущих операций и страховых сбережений — с одной стороны, и к сокращению инвестиций — с другой. По оценкам МВФ, в 2017 г. разрыв по счету текущих операций достиг примерно 1.3 п.п., при этом основной вклад вносил фискальный разрыв. Очевидно, что под санкционным давлением правительству приходилось восстанавливать запасы и увеличивать накопления. Тем не менее частный сектор придерживался аналогичного подхода — фокус был на увеличении сбережений или, по крайней мере, на снижении долговой нагрузки. За 2014-18 гг. внешний долг частного сектора снизился с 35% ВВП до 24.4% ВВП, при этом банковский сектор сократил внешние обязательства до 5.7% ВВП.

Исходя из этого сокращения долговой нагрузки, мы рассчитали общее влияние санкций на деловую активность в период 2014-20 гг. По нашей оценке, российская экономика потеряла около 0.3 п.п. годового роста ВВП. Негативная новость заключается в том, что этот эффект был полностью связан с потенциальным ростом, а значит, экономика отчасти потеряла базу для ускорения роста. Таким образом, к 2020 г. санкции вкупе с низкими ценами на нефть сделали практически невозможным для России увеличение темпов экономического роста и их восстановление до уровней, зафиксированных в начале 2000-х.

1 февраля 2022 г.

Рост ВВП Ирана, %



Источники: МВФ, BCS

Экономика Ирана – введение санкций в 2012 г.

Экономика Ирана, вероятно, может рассказать самую длинную и жесткую историю санкций. Наиболее негативные ограничения были введены в 2012 г., когда иранские банки были отключены от SWIFT, а ЕС запретил импорт, покупку и транспортировку иранской нефти. Кроме того, нефтяные доходы Ирана были заблокированы на специальных счетах.

Эти меры привели к падению объемов добычи нефти до 20-летнего минимума. В ряде других секторов также наблюдались сбои в производстве. В результате ВВП страны сократился примерно на 6% в 2012гг. и на 2.5% в 1П2013гг. Рост цен в 2012 г. ускорился до 36% г/г.

Руководитель аналитического департамента	Зам. руководителя департамента, акции	Зам. руководителя департамента, долговой рынок	Руководитель группы выпуска
Кирилл Чуйко <i>kchuyko@bcsgm.com</i>	Вячеслав Смольянинов <i>vsmolyaninov@bcsgm.com</i>	Кити Панцхава <i>kiti.pantskhava@bcsgm.com</i>	Марк Брэдфорд <i>mbradford@bcsgm.com</i>
Старший экономист		Аналитик по рынку	Руководитель русской группы
Наталья Лаврова <i>nlavrova@bcsgm.com</i>		Марк Брэдфорд <i>mbradford@bcsgm.com</i>	Ольга Сибиричева <i>osibiricheva@bcsgm.com</i>
Стратегия	Металлургия и добыча / Удобрения	Долговой рынок	Группа выпуска
Вячеслав Смольянинов <i>vsmolyaninov@bcsgm.com</i>	Кирилл Чуйко <i>kchuyko@bcsgm.com</i>	Дмитрий Примашов <i>dprimashov@bcsgm.com</i>	Николай Порохов <i>nporokhov@bcsgm.com</i>
Кирилл Чуйко <i>kchuyko@bcsgm.com</i>	Олег Петропавловский <i>opetropavlovskiy@bcsgm.com</i>	Виктория Геворкова <i>vgevorkova@bcsgm.com</i>	Себастьян Барендт <i>sbarendt@bcsgm.com</i>
Юлия Голдина <i>ygoldina@bcsgm.com</i>	Рафаел Мкртчян <i>rmkrtchyan@bcsgm.com</i>		Елена Косовская <i>ekosovskaya@bcsgm.com</i>
Ахмед Алиев <i>aaliev@bcsgm.com</i>	Михаил Медведев <i>mmedvedev@bcsgm.com</i>		Ольга Донцова <i>odontsova@bcsgm.com</i>
Нефть и газ	Энергетика / Транспорт	Международные рынки акций	Антон Остроухов
Рональд Смит <i>rsmith@bcsgm.com</i>	Дмитрий Булгаков <i>dbulgakov@bcsgm.com</i>	Игорь Герасимов <i>igerasimov@bcsgm.com</i>	<i>aostroukhov@bcsgm.com</i>
ТМТ / Потребсектор	Финансовый сектор / Девелопмент	Специалисты по данным	Татьяна Курносенко <i>tkurnosenko@bcsgm.com</i>
Мария Суханова <i>msukhanova@bcsgm.com</i>	Елена Царева <i>etsareva@bcsgm.com</i>	Михаил Скорина <i>m Skorina@bcsgm.com</i>	Светлана Щеглова <i>sshcheglova@bcsgm.com</i>
Ольга Егорова <i>oegorova@bcsgm.com</i>	Михаил Дмитриев <i>mdmitriev@bcsgm.com</i>	Ахмед Алиев <i>aaliev@bcsgm.com</i>	Бизнес-менеджер
			Анна Жукова <i>azhukova@bcsgm.com</i>

Institutional Sales & Trading (Москва)	+7 (495) 785 5336 (доб. 15048)
Institutional Sales & Trading (Лондон)	+44 (207) 065 2023
Institutional Sales (Нью-Йорк)	+1 (212) 421 8567
Консультационное брокерское обслуживание	+7 (495) 785 5336 (доб. 15440)

Настоящий отчет создан и распространяется ООО «Компания БКС» (ООО «Компания БКС», ОГРН 1025402459334, место нахождения: 630099, Россия, Новосибирск, ул. Советская, д.37, лицензия на осуществление брокерской деятельности № 154-04434-100000 от 10.01.2001, лицензия на осуществление дилерской деятельности № 154-04449-010000 от 10.01.2001 и лицензия на осуществление депозитарной деятельности № 154-12397-000100 от 23.07.2009, выданы ФСФР России). Настоящий отчет не относится к независимым инвестиционным аналитическим материалам и распространяется исключительно в информационных целях. Предоставленные материалы и указанная в них информация не являются индивидуальными инвестиционными рекомендациями. Финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не подходить Вам, не соответствовать Вашему инвестиционному профилю, финансовому положению, опыту инвестиций, знаниям, инвестиционным целям, отношению к риску и доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Компания БКС не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения упомянутых операций, либо инвестирования в упомянутые финансовые инструменты. Информация не может рассматриваться как публичная оферта, предложение или приглашение приобрести, или продать какие-либо ценные бумаги, иные финансовые инструменты, совершить с ними сделки. Информация не может рассматриваться в качестве гарантий или обещаний в будущем доходности вложений, уровня риска, размера издержек, безубыточности инвестиций. Результат инвестирования в прошлом не определяет дохода в будущем. Не является рекламой ценных бумаг. Перед принятием инвестиционного решения Инвестору необходимо самостоятельно оценить экономические риски и выгоды, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки, свою готовность и возможность принять такие риски. Клиент также несет расходы на оплату брокерских и депозитарных услуг, подачу поручений по телефону, иные расходы, подлежащие оплате клиентом. Полный список тарифов ООО «Компания БКС» приведен в приложении №11 к Регламенту оказания услуг на рынке ценных бумаг ООО «Компания БКС». Обращаем внимание на наличие конфликта интересов, возникающего в связи с тем, что ООО «Компания БКС» и / или ее аффилированные лица: а) получили компенсацию или ожидают получить компенсацию за предоставление инвестиционно-банковских или финансовых консультационных услуг в течение последних 12 месяцев от компании, упомянутой в настоящем отчете, а именно от МОСКОВСКОГО КРЕДИТНОГО БАНКА (публичное акционерное общество), или б) могут торговать за свой счет или иметь вложения в долговые или долевые ценные бумаги компаний, упомянутых в настоящем отчете. Перед совершением сделок вам также необходимо ознакомиться с: уведомлением о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг; информацией о рисках клиента, связанных с совершением сделок с неполным покрытием, возникновением непокрытых позиций, временно непокрытых позиций; заявлением, раскрывающим риски, связанные с проведением операций на рынке фьючерсных контрактов, форвардных контрактов и опционов; декларацией о рисках, связанных с приобретением иностранных ценных бумаг. Данные материалы могут содержать информацию о финансовых инструментах, сделки по приобретению которых недоступны физическим лицам-неквалифицированным инвесторам без прохождения установленной законодательством о рынке ценных бумаг процедуры тестирования или недоступны вне зависимости от прохождения процедуры тестирования. Перед приобретением выбранного вами финансового инструмента проконсультируйтесь с доступен ли вам такой финансовый инструмент к приобретению.

Любой доход, полученный от инвестиций в финансовые инструменты, может изменяться, и что цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, инвесторы могут потерять либо все, либо часть своих инвестиций. Кроме того, историческая динамика котировок не определяет будущие результаты. Курсы обмена валют могут также негативно повлиять на цену, стоимость или доход от ценных бумаг или связанных с ними инвестиций, упомянутых в настоящем отчете. Кроме того, не исключены валютные риски при инвестировании в депозитарные расписки компаний (ADR и GDR). Инвестиции в экономику России и российские ценные бумаги сопряжены с высокой степенью риска и требуют соответствующих знаний и опыта. Информация и мнения были получены из открытых источников, которые считаются надежными, но Компания не дает никаких заверений или гарантий относительно точности данной информации. Мнения, содержащиеся в настоящем отчете, отражают текущие суждения аналитиков и могут быть изменены без предварительного уведомления. В связи с вышеизложенным, этот доклад не должен рассматриваться как единственный источник информации. Ни Компания, ни ее филиалы и сотрудники не несут никакой ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, вытекающий из или каким-либо образом связанный с использованием информации, содержащейся в настоящем отчете, а также за ее достоверность. Инвесторам следует помнить, что Компания и / или ее дочерние структуры могут иметь или уже имеют позиции в ценных бумагах, или позиции в производных инструментах на ценные бумаги, или других инструментах, упомянутых в настоящем отчете, а также могут совершать или уже совершили рыночные или иные действия в качестве исполнителя сделок по этим бумагам или инструментам. Также, Компания и / или ее дочерние структуры могут предоставлять или уже предоставляют инвестиционно-банковские или консалтинговые услуги по ценным бумагам или инструментам, указанным в данном отчете, или исполнять функции члена совета директоров или наблюдательного совета в компании, упомянутой в данном отчете. Компания работает в России. Данный отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом законодательства РФ. Использование отчета за пределами России регулируется законодательством соответствующих стран. На территории Великобритании данный отчет может распространяться только среди приемлемых контрагентов или профессиональных клиентов (согласно определению в правилах FCA) и не должен передаваться розничным клиентам. В США настоящий отчет распространяет BCS Americas, Inc., аффилированная с ООО «Компания БКС», которая принимает на себя ответственность за его содержание. BCS Americas, Inc., не участвовала в подготовке настоящего отчета, при этом авторы не являются ни сотрудниками, ни лицами, связанными с BCS Americas, Inc., и не зарегистрированы и не считаются аналитиками с точки зрения FINRA. На компанию, выпускающую отчет, и авторов могут не распространяться все требования к раскрытию информации и другие нормативные требования США, которым подчиняются BCS Americas, Inc. и ее сотрудники. Лицам, получающим этот доклад в США, и желающим осуществлять операции с любыми ценными бумагами, упомянутыми в настоящем отчете, следует связаться с BCS Americas, Inc., а не ее аффилированными компаниями. В соответствии с нормами Комиссии по ценным бумагам США, аналитики, чьи имена указаны в настоящем отчете подтверждают, что: (1) мнения, выраженные в настоящем отчете, точно отображают их личные взгляды на ценные бумаги и эмитентов, и (2) никакая часть зарплаты аналитиков не была, не есть и не будет прямо или косвенно связана с конкретными рекомендациями и взглядами, выраженными в настоящем отчете.

Этот отчет не может быть распространен, скопирован, воспроизведен или изменен без предварительного письменного согласия со стороны Компании. Дополнительную информацию можно получить в Компании по запросу. © 2022 ООО «Компания БКС». Все права защищены.