

18 сентября 2018

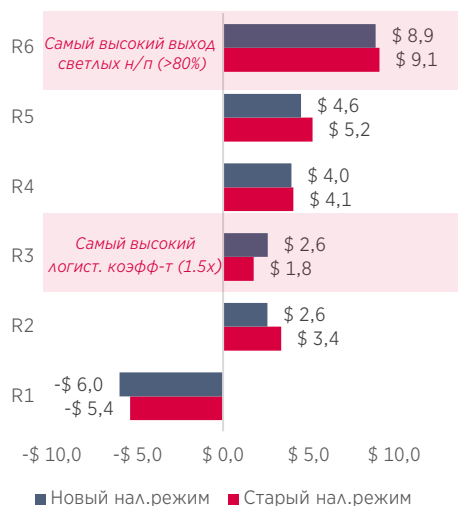
Российские нефтяные компании

Налоговый маневр: такой, какой есть

КОМПАНИЯ	ПОКУПАТЬ
РОСНЕФТЬ	ПОКУПАТЬ
Целевая цена (ROSN LI)	\$6.8
ЛУКОЙЛ	ПОКУПАТЬ
Целевая цена (LKOD LI)	\$78
ГАЗПРОМ НЕФТЬ	ПОКУПАТЬ
Целевая цена (GAZ LI)	\$28
ТАТНЕФТЬ	ДЕРЖАТЬ
Целевая цена (ATAD LI)	\$60
СУРГУТНЕФТЕГАЗ	ДЕРЖАТЬ
Целевая цена (SGGD LI)	\$5.6

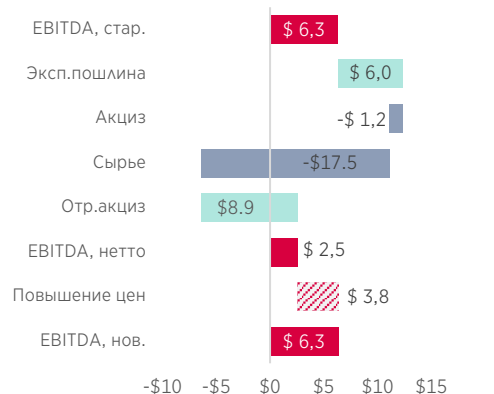
Источник: оценки АТОНа

Рис. 1. 2019: Влияние БНМ на EBITDA НПЗ несущественно*, \$/барр.



* выборка реальных российских НПЗ; Brent \$70/барр., курс 60 руб./\$, корзина 1П18
Источник: оценки АТОНа

Рис. 2. 2024+: повышение цены, необходимое для нейтрального эффекта БНМ на EBITDA*, \$/барр.



* профиль среднего НПЗ; Brent \$70/барр., курс 60 руб./\$, корзина 1П18, 50/50 эксп. / внутр.
Источник: оценки АТОНа

Большой налоговый маневр (БНМ) в российском нефтяном секторе изменит экономику переработки, но в целом не окажет существенного эффекта на прибыльность этого сегмента благодаря отрицательному акцизу, на наш взгляд. Тем не менее достижение нейтрального EBITDA-эффекта возможно только при условии существенного роста внутренних цен на нефтепродукты к 2024. Это означает, что БНМ ляжет на плечи конечных потребителей и станет социально чувствительным вопросом для государства, что может побудить его внести в текущую конфигурацию БНМ неблагоприятные для НПЗ изменения, несмотря на недавние уступки в части демпфирующей составляющей. Наиболее уязвимыми при таком сценарии окажутся ЛУКОЙЛ, Газпром нефть и Роснефть.

Эффект маневра нейтрален для российских НПЗ...

Наш анализ российского сектора переработки показывает, что БНМ, предполагающий линейное снижение экспортной пошлины до нуля в 2019-24 и одновременное повышение НДС на нефть, окажет в целом нейтральное влияние на рентабельность переработки. В краткосрочной перспективе возможно лишь небольшое снижение EBITDA (<\$1.0/барр. в 2019, Рис. 1): экономику НПЗ должен поддержать отрицательный акциз с корректировками на логистику и демпфирование.

...но только если внутренние цены на нефтепродукты вырастут

На горизонте 2024 одного лишь отрицательного акциза будет недостаточно для компенсации НПЗ убытков от БНМ. Поэтому наш вывод о нейтральном эффекте зависит от способности нефтяных компаний увеличивать внутренние цены на нефтепродукты, включая моторное топливо. Потребность в повышении будет в основном обусловлена ростом ставок акцизов, а также лишь частичным возмещением нефтяным компаниям разницы между экспортным нетбэкком и внутренними ценами. По нашим подсчетам, чтобы обеспечить долгосрочный нейтральный эффект БНМ, средний НПЗ должен будет повысить цены, чтобы достичь EBITDA-эффекта около \$3.8/барр. (Рис. 2), что не останется незамеченным со стороны конечных потребителей.

Повышение внутренних цен на моторное топливо – социально острый момент

Рост внутренних цен на нефтепродукты, особенно на моторные топлива, выше инфляции, может стать большой проблемой для правительства. В апреле-мае 2018 ему пришлось снизить акцизы, чтобы остановить дальнейший рост розничных цен на топливо. Аналогичные случаи имели место и на других развивающихся рынках, где цены на топливо также социально значимый вопрос.

Переработка под угрозой неблагоприятных изменений в конфигурации БНМ

С учетом вышесказанного, а также частоты изменений в российской системе налогообложения нефтяного сектора за последнее десятилетие, мы не считаем текущую конфигурацию БНМ окончательной. Продолжающиеся дискуссии между нефтяными компаниями и регуляторами только подтверждают эту точку зрения: недавно правительство изменило параметры демпфирующего коэффициента в пользу НПЗ. Несмотря на это, мы полагаем, что нефтяные компании сталкиваются с высоким риском внесения неблагоприятных изменений в параметры БНМ для сдерживания цен на топливо за счет снижения маржи переработки, что отразится негативно на динамике прибыли российских НК.

ЛУКОЙЛ, Газпром нефть и Роснефть наиболее уязвимы

Учитывая самую большую долю участия в переработке, ЛУКОЙЛ и Газпром нефть выглядят наиболее уязвимыми к неблагоприятным изменениям в налогообложении переработки, хотя это смягчается благоприятным расположением и высоким выходом светлых нефтепродуктов их российских НПЗ (более 65%). Роснефть также в зоне риска, т.к. ее заводы, в основном унаследованные в ходе приватизации 1990-х, за исключением Башнефти, характеризуются логистическим отставанием и низким выходом светлых нефтепродуктов (например, сибирские НПЗ). Несмотря на относительно ограниченную долю переработки в выручке (примерно 50%), Роснефть несет риск любых неблагоприятных изменений в логистических коэффициентах, которые играют важную роль в поддержании комфортной рентабельности нефтепереработки.

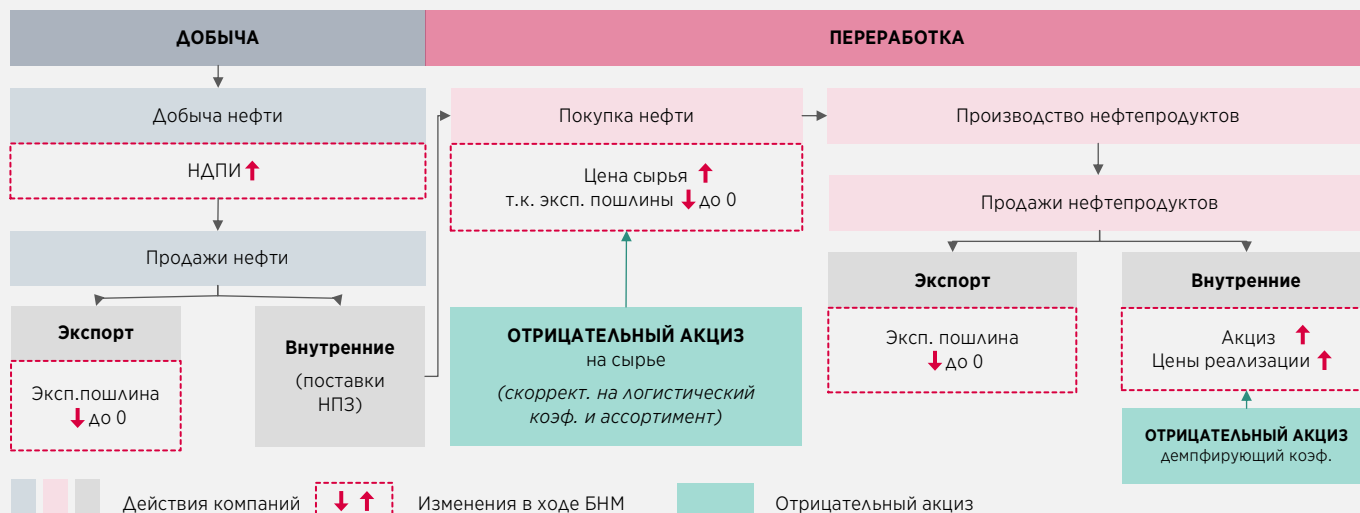
Инвестиционное резюме

Новый большой налоговый маневр (БНМ) в российском нефтяном секторе окажет значительное влияние на экономику переработки, но мы не ожидаем, что EBITDA сегмента пострадает, поскольку она должна быть поддержана отрицательным акцизом. Тем не менее ожидаемый нами нейтральный эффект предполагает существенный рост внутренних цен на нефтепродукты к 2024. Следовательно, БНМ в значительной степени ляжет на плечи конечных потребителей и станет социально чувствительным вопросом для правительства, особенно учитывая недавнее решение о сдерживании внутренних розничных цен на моторное топливо после их резкого роста в апреле-мае 2018. В связи с этим, несмотря на уступки НПЗ в части демпфирующей составляющей, у государства может возникнуть соблазн изменить текущую конфигурацию БНМ таким образом, что она отрицательно отразится на рентабельности переработки. В условиях риска с точки зрения бюджетной политики наиболее уязвимыми оказываются ЛУКОЙЛ, Газпром нефть и Роснефть.

В следующем году грянут большие изменения в налоговой политике

Россия начнет заметно менять свою систему налогообложения нефтяного сектора с 2019. Большой налоговый маневр (БНМ) 2019-24 годов предполагает линейное сокращение экспортной пошлины до нуля к 2024 и одновременное увеличение НДС на нефть. Налоговая нагрузка на добывающий сегмент останется прежней, но изменения в переработке будут существенными. Чтобы защитить российскую нефтепереработку от негативного влияния более дорогого сырья (внутренняя цена на нефть) ввиду отмены таможенной субсидии, БНМ предполагает отрицательный акциз на нефть, скорректированный с использованием логистических коэффициентов и механизма демпфирования для бензина и дизельного топлива.

Рис. 3. БНМ в 2019-24 вкратце: изменения в налогообложении и механизм отрицательного акциза



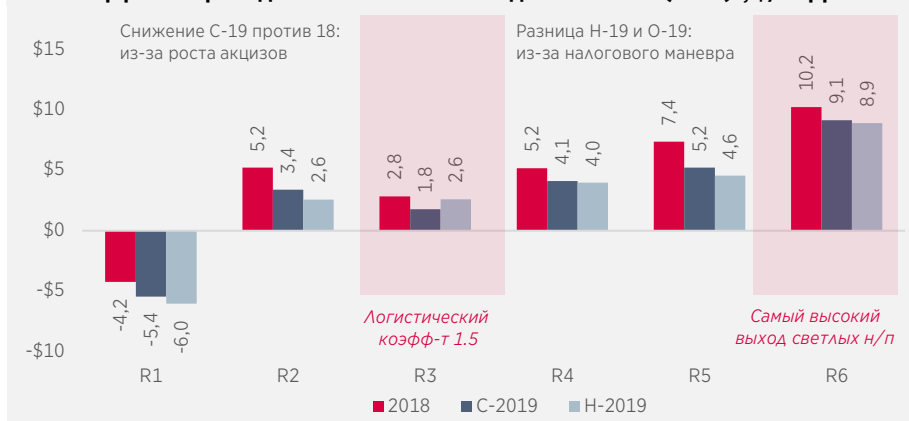
Источник: оценки АТОНа

БНМ в целом нейтрален для НПЗ, вне зависимости от расположения и сложности ...

Проанализировав влияние БНМ на несколько российских НПЗ с различным географическим положением, глубиной переработки и продуктовой корзиной, мы пришли к выводу, что в краткосрочной перспективе с учетом логистического коэффициента и механизма демпфирования отрицательный акциз действительно помогает сохранить уровень рентабельности близкий к показателю в текущей налоговой системе (мы исходим из цены Brent \$70/барр. и курса 60 руб./\$).

Наш анализ показал минимальное снижение рентабельности в 2019 (Рис. 4), но мы считаем его незначительным, поскольку его масштаб (\$0.1-0.8/барр.) в целом сопоставим с: 1) эффектом повышения акциза, который не перекладывается на потребителей, в соответствии с нашей моделью (хотя и должен в реальности) и 2) потенциальным изменением EBITDA при незначительном росте/снижении цен на нефть/изменении курса. Среди других выводов мы отмечаем, что чувствительность EBITDA в переработке должна заметно увеличиться после БНМ, но волатильность будет ограничена переходом на ручное регулирование, как предполагает новый механизм в чрезвычайных ситуациях.

Рис. 4. Эффект перехода к БНМ на EBITDA отдельных НПЗ (2019)*, \$/барр.

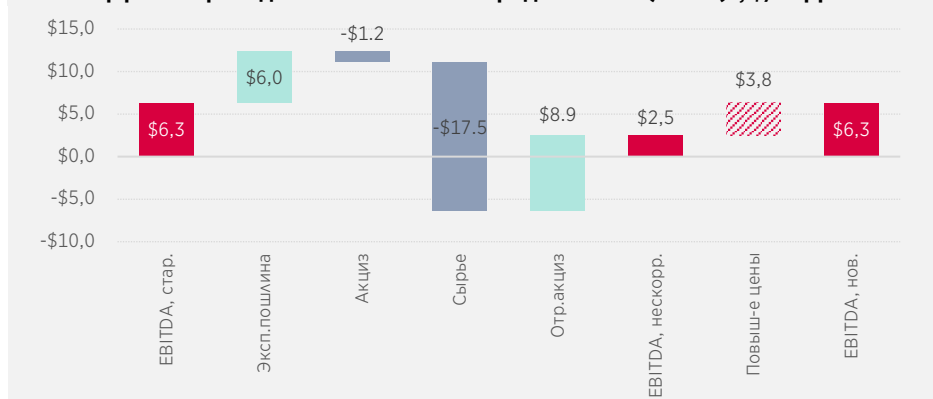


*Brent \$70/барр., курс 60 руб./\$, корзина 1П18, С - старая система, Н - новая система
 Источник: оценки АТОНа

...но только если БНМ переносится на конечных пользователей через рост внутренних цен на нефтепродукты

На горизонте 2024, при сохранении предпосылки о нейтральности эффекта БНМ, большая часть EBITDA (\$3.8/барр. или 60% для среднего НПЗ) будет приходиться на рост внутренних цен на нефтепродукты, по нашим оценкам (Рис. 5). Другими словами, мы считаем, что БНМ по большей части ляжет на плечи конечных потребителей. Мы выделяем три основные причины роста внутренних цен на нефтепродукты при реализации налогового маневра. 1). Отмена экспортной пошлины на нефть и, следовательно, рост цен на сырье для НПЗ. 2). Отмена экспортной пошлины на нефтепродукты, которая предполагает прекращение таможенных субсидий для внутренних потребителей. 3). Повышение ставок акцизов - на 46% на бензин и на 41% на дизельное топливо, которое, в конечном счете, должно будет оплачиваться конечными потребителями. Правительство частично субсидирует эти последствия для нефтяных компаний через отрицательный акциз и демпфирование, но не полностью. Акцизы не будут компенсированы государством, что заставит нефтяные компании переложить их на своих потребителей, а в части демпфирующей составляющей будет компенсирована лишь половина положительной разницы между экспортным нетбэком и внутренними ценами на бензин и дизельное топливо (хотя диапазон был расширен в результате недавней корректировки формулы в 2019).

Рис. 5. Эффект перехода к БНМ на EBITDA среднего НПЗ (2024+)*, \$/барр.



* Brent \$70/барр., курс 60 руб./\$, корзина 1П18, 50/50 экспорт/внутр. + полная отмена эксп.пошлины (2024+) + отрицательный акциз
 Источник: оценки АТОНа

Необходимость повышать внутренние цены ставит российскую переработку под угрозу

Учитывая, что значительная часть БНМ будет реализована за счет роста внутренних цен на нефтепродукты, включая такую социально-чувствительную категорию как моторные топлива, мы не уверены, что нынешняя модель БНМ является финальной. Основная причина заключается в том, что российские потребители и экономика страны просто не смогут справиться с ростом внутренних цен.

Мы вспоминаем апрель-май, когда внутренние цены на моторное топливо в России выросли на заправках на фоне роста акцизов, сезонных закрытий НПЗ на ремонт и сезонно высоким спросом на ГСМ в сельскохозяйственном секторе. Российское правительство было вынуждено сделать шаг назад и снизить акциз, чтобы не повышать цены на моторное топливо. Это указывает на риск того, что потребители не потерпят никакого дополнительного роста цен на моторное топливо, существенно превышающего инфляцию. Отметим, что недавнее решение правительства скорректировать формулу демпфирующей составляющей в пользу НПЗ, понизив

фиксированные эталонные цены на бензин и дизель на 5 600 руб. и 5 000 руб. соответственно, также связано со снижением риска резкого повышения внутренних цен, и поэтому в целом вписывается в вышеизложенную логику. Рассмотренный нами аналогичный опыт развивающихся рынков также поддерживает нашу точку зрения: недавний рост внутренних цен на автомобильные топлива в Аргентине, Бразилии и других странах заставили их правительства субсидировать розничные цены (см. **Рис. 6** с краткими выводами ниже).

Рис. 6. Повышение внутренних цен на моторное топливо в различных странах в 2016-18

Страна	Год	Повышение цены	Причины повышения	Цены регулируются?	Цены снижены?	Действия правительства
Производители нефти, внутренние цены регулируются						
Россия	2018	В апреле-мае 2018 розничные цены на бензин и дизтопливо выросли примерно на 10%	Повышение акцизов, рост спроса на фоне традиционных весенних ремонтов НПЗ и очень привлекательные экспортные альтернативы	+/-*	да	Правительство согласилось отменить повышение акциза и отложило повышение, запланированное на 2П18, но в целом тренд роста розничных цен сохранится после БНМ.
Аргентина	2018	Внутренние цены на моторное топливо вырастут на 5%, еще одно повышение ожидается в 2018	В 2017-18 внутренняя цена на топливо была дерегулирована, и, следовательно, рост определялся мировыми бенчмарками	+/-	да	В сочетании с девальвацией песо (2x с нач.года) и ростом инфляции бремя повышения внутренних цен на бензин стало слишком тяжелым для потребителей, и правительство ограничило рост цен в июне-июле, но возобновило повышение в следующем месяце (+5%), еще одно повышение ожидается к концу 2018.
Бразилия	2017-2018	Цены на моторное топливо выросли примерно на 20% г/г с начала года	Рост отражал котировки Brent после того как Petrobras перешла на новую стратегию ценообразования в 2016	+/-	да	После особенно резкого повышения цен на нефть в 1П18 и массовой забастовки водителей грузовиков, правительство предложило, чтобы Petrobras ограничила рост внутренних цен. Однако, начиная с сентября, механизм ценообразования вернулся к нормальному (с привязкой к Brent).
Венесуэла	2018	Президент Мадуро объявил о повышении внутренних цен до мировых уровней	Правительство стремится искоренить контрабанду нефтепродуктов, прибыльность которой поддерживается низкими ценами за счет высоких субсидий	да	нет	В условиях гиперинфляции в 2016-18 цены на топливо оставались близкими к нулю, что стимулировало контрабанду (= потери бюджета). Чтобы компенсировать негативный эффект повышения для населения, Мадуро обещал предоставить прямые субсидии.
Импортеры нефти, внутренние цены регулируются						
Гаити	2018	Цены на бензин, дизель и керосин выросли на 38-51% в июле	Совместный план правительства Гаити и МВФ по стабилизации экономики страны	да	да	Правительство отменило резкое повышение цен, в то время как МВФ настаивает на том, что оно должно быть реализовано позже, но с более эффективной социальной подготовкой.
Сьерра-Леоне	2018	Цены на бензин, дизель и керосин выросли на треть в июле	Правительство подняло внутренние цены, чтобы смягчить влияние на экономику роста цен на Brent	да	нет	Повышение цен на 33% остается в силе, но для сглаживания его последствий правительство повысило зарплаты бюджетникам на 10%.
Импортеры нефти, внутренние цены не регулируются						
ЮАР	2018	Цены на бензин выросли на 25% г/г с начала года (10-летний максимум)	Повышение в основном связано с ростом цен Brent price (+17% с нач.года) и ослаблением ранда (21% с нач.года)	нет	нет	Поскольку тренды в Brent и ZAR сохраняются, изменений в динамике цен на внутреннем рынке не ожидается. Правительство потратит не менее 500 млн рандов, чтобы сгладить повышение цен на топливо в сентябре.
Индия	2016-2018	Цены на дизель / бензин находятся на исторических максимумах (+10% г/г, +40% против 2016)	Цены дерегулированы в 2014 (субсидии отменены), рост Brent спровоцировал повышение	нет	нет	Накануне переизбрания федерального правительства в 2019 рассматривается вопрос о снижении (сдерживании) внутренних цен. Индия ведет переговоры с ONGC, которая может предоставить субсидии для поддержки цен.

* Хотя оптовые цены на моторное топливо в России не регулируются, розничные цены на бензин/дизель искусственно поддерживаются на низких уровнях
Источник: **Bloomberg**, Global Petrol Prices, различные СМИ, АТОН

Мы не считаем текущую версию БНМ 2019-24 окончательной

Более того, есть еще один аргумент в пользу того, что БНМ в текущей конфигурации просто не дотянет до 2024 без изменений. Шестилетний период 2019-2024 кажется слишком продолжительным для страны, где правительство вмешивается и изменяет правила игры в российском нефтяном секторе почти каждый год. Система налогообложения «60-66-90», возникшая в 2011, претерпела существенные изменения через малый налоговый маневр в 2014, затем последовал налоговый маневр в 2017-18, который будет завершен путем БНМ в 2019-24. Учитывая сильный ценовой эффект для конечного пользователя, мы считаем, что БНМ не долго сохранит свою текущую форму. По данным СМИ, российские нефтяные компании продолжают обсуждать с регуляторами дополнительные изменения в БНМ, одобренные Госдумой в июле. Это, безусловно, подтверждает, что текущая версия БНМ отнюдь не является окончательной.

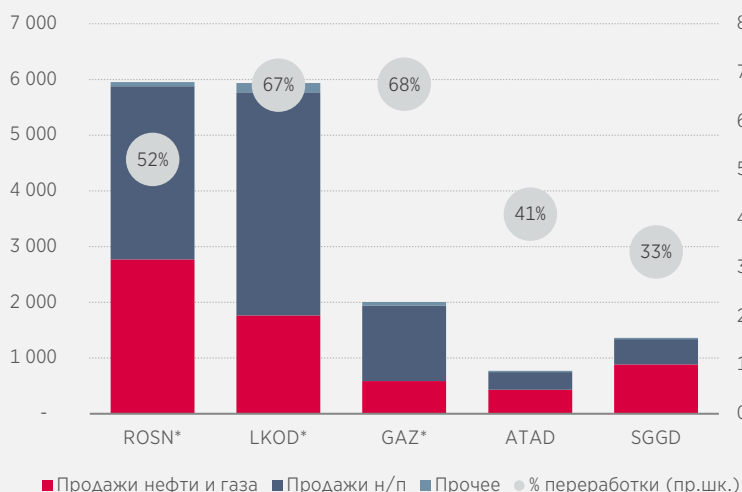
Следовательно, текущая модель БНМ ставит российскую переработку под значительную угрозу существенных новых изменений в правилах. Социальная чувствительность цен на нефтепродукты в стране может побудить правительство принудить нефтяные компании нести ответственность за поддержание цен на моторное топливо на приемлемом уровне. Мы рассматриваем это как большой риск, который несет БНМ для российских нефтяных компаний, поскольку это грозит снижением их рентабельности переработки и, следовательно, давлением на их финансовые показатели.

ЛУКОЙЛ, Газпром нефть и Роснефть наиболее уязвимы к неблагоприятным изменениям в налоговом маневре

Среди крупных российских нефтяных компаний ЛУКОЙЛ и Газпром нефть выглядят наиболее уязвимыми к неблагоприятным изменениям в налогообложении перерабатывающего сектора, учитывая их наибольшую долю внутренней переработки в выручке (Рис. 7). Этот риск частично смягчается высоким выходом светлых нефтепродуктов на их российских НПЗ (более 65%) после модернизации и благоприятной географией НПЗ (Рис. 8). ЛУКОЙЛ и Газпром нефть также поставляют больше всего нефтепродуктов на внутренний рынок (свыше 60%). Это делает их чрезвычайно подверженными рискам изменений в налоговом маневре, если правительство решит разделить с ними социальную ответственность удержания темпов роста цен на бензин и дизельное топливо близко к уровню инфляции.

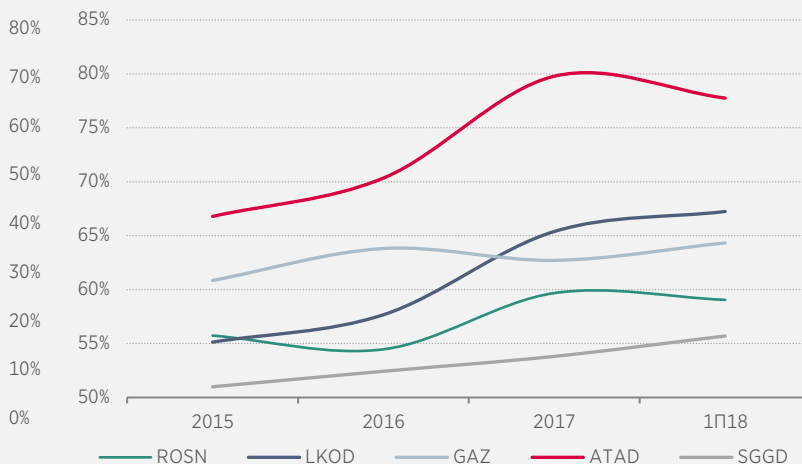
Роснефть – еще одна компания в зоне риска в отношении БНМ, поскольку ее перерабатывающие мощности, в основном унаследованные в ходе приватизации 1990-х, характеризуются логистическим отставанием и низким выходом светлых нефтепродуктов (например, сибирские НПЗ). Ее дочерняя компания – Башнефть – является исключением, поскольку имеет одни из самых передовых НПЗ в России. Несмотря на относительно ограниченную долю переработки в ее консолидированной выручке (примерно 50%), Роснефть несет риск любых неблагоприятных изменений в логистических коэффициентах, поскольку они играют важную роль в поддержании комфортных уровней рентабельности. Учитывая вышесказанное, текущая конфигурация БНМ важна для Роснефти, и любые неблагоприятные изменения окажут влияние на рентабельность ее переработки и финансовые показатели.

Рис. 7. Общая выручка российских нефтяных компаний в 2017 по сегментам, млрд руб.



* включая европейские перерабатывающие активы
 Источник: данные компании, оценки АТОНа

Рис. 8. Выход светлых нефтепродуктов у российских нефтяных компаний в 2015-1П18, %



*у российских перерабатывающих активов
 Источник: данные компании, оценки АТОНа

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимися клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевых ценных бумаг либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2018. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описание любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожидаемых будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинных или коротких позициях в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.