

13 июня 2013

Макроэкономический обзор

Развязка по гривне близится

- Приучив всех к выходам с валютными заимствованиями перед крупными погашениями внешних долгов, правительство на этот раз подало тревожный сигнал: перед очередным (позавчерашним) погашением Евробонда новых размещений не было. Пока рано утверждать, что внешний источник поддержки стабильности гривны иссяк, но долговые рынки отреагировали на «не-привлечение» нервно: украинские CDS и доходность украинских Еврооблигаций выросли до невиданных в этом году значений.
- Масла в огонь подлили данные НБУ о рекордном для 2013го месячном сокращении золотовалютных резервов в мае, и это на фоне участвовавших дискуссий в зарубежной прессе на тему «что будет, если количественное смягчение в США будет сокращаться».
- В этой связи, во главу угла становится вопрос дальнейшей способности правительства контролировать валютный курс путём внешних заимствований, ставшим традиционным. Однозначно, показательными будут ближайшие два месяца (до выплаты очередных траншей МВФ в размере USD 1.4 млрд. к первой половине августа).
- Поскольку стабильная гривна, видимо, остаётся основной целью валютной политики государства, риск закрытия внешних рынков заимствований (источника этой стабильности) существенно увеличивает вероятность неконтролируемой девальвации.
- Мы не исключаем, что политика «держать гривну любыми силами», показавшая свою состоятельность до этого момента, сможет работать вплоть до президентских выборов 2015 года, но мы понимаем, что для её успеха правительство должно найти замену (или подстраховку) размещениям Еврооблигаций. МВФ для этих целей вряд ли подходит с учётом политической цены такого сотрудничества - остаются опции продажи ГТС и/или получения скидки на газ, получение иного большого кредита, или надежда на существенное улучшение внешних сырьевых рынков при беспрецедентном ужесточении контроля на валютном рынке.
- В нашем прогнозе макроэкономических показателей мы исходим из двух сценариев валютного курса, не отважившись дать предпочтение какому-либо из них:
 - Стабильная гривна на протяжении 2013-2014 года;
 - Неконтролируемая девальвация к концу 2013 года (4й квартал) со стабилизацией курса на уровне 9.6/USD.

При этом, мы по-прежнему сохраняем уверенность в стабильной гривне до конца лета 2013 года.

События/данные, снижающие риск девальвационного сценария:

- Размещение Еврооблигаций (привлечение кредита) до конца августа;
- Резервы НБУ - выше USD 22 млрд. на конец августа;
- Снятие моратория / продажа ГТС;
- Получение скидки на российский газ;
- Подписание договора с МВФ, отказ от фиксированного курса.

Александр Паращий
 ap@concorde.com.ua

Динамика 5-летнего CDS Украины



Источник: Bloomberg

Доходность сув. Еврооблигации-2014



Источник: Bloomberg

Макро прогнозы при стабильной гривне

| | 2013 | 2014 |
|---------------------------|-------|-------|
| Рост ВВП | 0.2% | 1.5% |
| Рост промппроизводства | -1.5% | 1.2% |
| ИПЦ* | 2.4% | 4.1% |
| Счёт тек. операций, % ВВП | -8.4% | -8.3% |
| Резервы НБУ, USD млрд.* | 22.1 | 20.5 |

Источник: расчёты Concorde Capital
 * на конец года

Макро прогнозы: сценарий потери контроля над гривной в 4кв.13

| | 2013 | 2014 |
|---------------------------|-------|-------|
| Рост ВВП | -1.0% | -2.3% |
| Рост промппроизводства | -3.0% | 0.1% |
| ИПЦ* | 6.2% | 4.5% |
| Счёт тек. операций, % ВВП | -7.4% | -5.0% |
| Резервы НБУ, \$ млрд.* | 19.5 | 21.0 |
| UAH/USD * | 9.6 | 9.6 |

Источник: расчёты Concorde Capital
 * на конец года

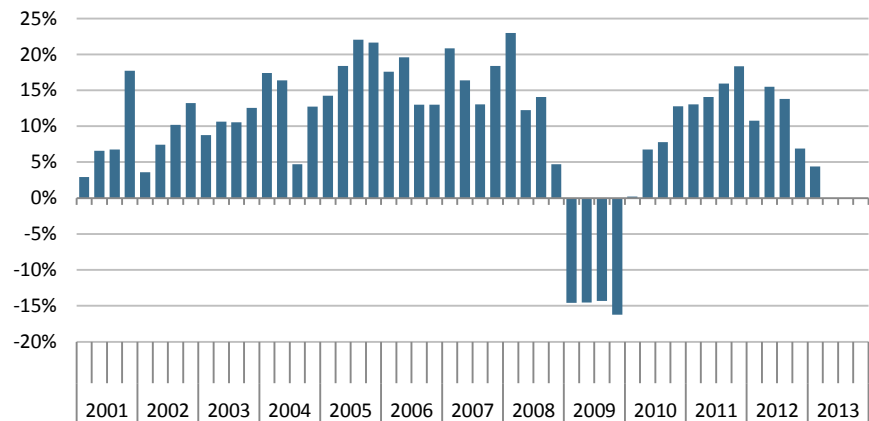
Обзор макроэкономических показателей

Фактически на данном этапе стало очевидно, что традиционные источники роста экономики исчерпали себя. Внешний спрос остаётся слабым, внутренний спрос значительно замедлился (4.4% г/г в 1кв.13 и 6.9% г/г в 4кв.12). Другими словами, проявилась чёткая тенденция к среднесрочной стагнации экономики.

Реальный сектор: частное потребление остывает

Детальные данные по ВВП за 1кв.13 (сократившегося на 1.1% г/г) показали, что внутренний спрос, являвшийся локомотивом роста, начал остывать. Уже два квартала подряд частное потребление прирастало меньше чем на 10%, что для Украины служит индикатором проблем в экономической системе. Для сравнения, частное потребление показывало такие темпы роста до 2002го и в период 2009-2010, когда экономика ещё восстанавливалась после рецессий.

Частное потребление, изменение г/г, %



Источник: Госкомстат

В то же время, статистика 1кв.13 продемонстрировала, что инвестиции в основной капитал (+3.8% г/г после -7.4% г/г в 4кв.12) могут оставаться фактором роста экономики, даже не смотря на низкую инвестиционную привлекательность страны. Очевидно, что в данном случае мы говорим об инвестициях бизнес групп, чувствующих поддержку власти и подпитывающихся внешними заимствованиями.

Негативный вклад чистого экспорта в 1кв.13 уменьшился до -0.9% против значения -3.4% годом ранее, что ограничило темпы падения ВВП. Однако, нужно понимать, что улучшение данной статистики обусловлено сокращением импорта энергоресурсов – эффект, который, скорее всего, мы не будем наблюдать в будущем.

Таким образом, мы можем утверждать, что два традиционных источника роста украинской экономики, внешний спрос и частное потребление, больше не являются надёжной основой для развития реального сектора. И даже если страна сможет избежать валютного шока, мы не можем рассчитывать на рост ВВП выше символических 0.2% г/г в 2013м году.

Платёжный баланс: стабильно высокий дефицит

По предварительным данным, на конец апреля дефицит счёта текущих операций составил USD 14.2 млрд., или 8.1% ВВП. За 4мес.13 экспорт товаров и услуг сократился на 1.3% (в номинальном выражении); импорт сократился на 4.9%, в основном за счёт энергоресурсов (-26.6%).

Дефицит по текущему счёту балансировался притоком валюты от суверенных долговых размещений (USD 2.25 млрд.) и Еврооблигаций госбанков (USD 1.1 млрд.) Также баланс по финансовому счёту поддерживался падением спроса на наличную валюту (сократившегося до USD 0.69 млрд. за 4мес.13, против USD 1.2 млрд. за 4мес.12).

Мы ожидаем, что экспорт товаров и услуг будет оставаться достаточно слабым, но покажет незначительный прирост в номинальном выражении во 2П13. В целом, по итогам года мы ожидаем падение на 0.2% в долларовой эквиваленте. Также мы ожидаем, что эффект высокой базы сравнения по импорту энергоносителей в 2П13 будет нивелирован, и импорт по результатам года покажет прирост на 0.3% г/г в номинальном выражении. При таких условиях и допущении стабильного обменного курса, дефицит счёта текущих операций на конец года составит USD 15.4 млрд., или 8.4% ВВП.

Фискальные счета: рекордный дефицит

За пять месяцев текущего года доходы госбюджета выросли на 1.5% г/г, при годовом плане поступлений +4.9% г/г. Примечательно, что в мае доходы бюджета сократились на 9.4% г/г. Позитивный результат за 5мес.13 был достигнут за счёт авансовых платежей по налогу на прибыль (+24% за 4мес.13) и роста так называемых «собственных поступлений бюджетных учреждений» (+56% за 4мес.13). При этом, рост доходов от НДС (без возврата экспортерам) составил всего 0.3%, а возврат НДС экспортерам (на фоне падения экспорта) вырос на 23% г/г.

На конец апреля дефицит государственного бюджета составил 16.1 млрд. грн. - это рекордный показатель на такую дату, как минимум за последние пять лет. Рост дефицита обусловлен значительными «защищёнными» бюджетными обязательствами на фоне падения доходов.

Очевидно, что на фоне охлаждения экономики, налоговые поступления в бюджет будут и дальше сокращаться. В таких условиях, недобор в размере 10 млрд. грн. по сравнению с планом - это самое оптимистичное, что можно ожидать бюджету до конца года. Мы ожидаем, что правительство традиционно будет покрывать дополнительный дефицит прямыми трансфертами НБУ.

Ситуация усугубляется ещё и тем, что за 5мес.13 Фонд госимущества смог привлечь от приватизации всего 57 млн. грн. (на сегодня – 179 млн. грн.) из запланированных на год 10.9 млрд. грн. То есть, кроме ожидаемых дополнительных 10 млрд. грн. недобора в бюджет, перед правительством ещё стоит проблема недофинансирования доходами от приватизации. Итого, даже по самым скромным подсчётам, есть риск, что до конца года правительству нужно будет найти 60 млрд. грн. для покрытия дефицита. Из этой суммы, как минимум 30-40 млрд. грн. нужно будет покрыть живыми деньгами, для нужд текущих расходов бюджета (составляющих 95% от запланированных 412 млрд. грн. расходов центрального бюджета).

Что дальше? Всё зависит от курса гривны

Исходя из допущения ставки правительства на стабильную гривну, мы не можем рассматривать обменный курс национальной валюты как балансирующий фактор для внешних счетов Украины. При высоком накопленном девальвационном потенциале, потеря контроля над курсом гривны будет иметь значительный эффект на все остальные макропоказатели. В связи с этим, мы считаем важным прогнозировать макропоказатели исходя из допущений по возможному курсу гривны.

Ключевым моментом для определения курса гривны, а соответственно и развития экономики, является возможность привлечения валюты в страну (или мобилизация привлечения иностранной валюты внутри страны). За нашими оценками, дефицит счёта текущих операций в 2013 году в размере USD 15.4 млрд. (8.4% ВВП) потребует около USD 4.5 млрд. внешних заимствований для сохранения валютной стабильности. Кроме этого, Украине нужно будет привлечь с июня по декабрь около USD 1.5 млрд. на внутреннем рынке для погашения валютных ОБГЗ, а также использовать около USD 2.0 млрд. из золотовалютных резервов.

Критически важным при этом является низкий спрос на инвалюту со стороны населения (мы допускаем чистую покупку валюты в 2013м году на уровне USD 4 млрд. что в 2.2 раза ниже, чем годом ранее). При таких условиях, валютные резервы к концу года останутся на достаточно высоком уровне (USD 22.1 млрд.), что даст шанс избежать шокового сценария в 2013м году и первой половине следующего года.

Сценарии обменного курса: «в ЗАГС или к прокурору»

На данном этапе мы уже не можем рассматривать вариант плавного «контролируемого» ослабления гривны. Правительство продолжает декларировать верность стабильному обменному курсу, осознавая политическую цену этого вопроса в условиях, когда де факто президентская кампания 2015го года уже началась.

С учётом таких политических обстоятельств, мы видим, что динамика обменного курса гривны может развиваться только по двум сценариям:

- либо руководству страны удаётся аккумулировать достаточно валюты для покрытия дефицита, и курс гривны остается стабильным;
- либо поступления валюты в страну будут недостаточны, и Нацбанк потеряет контроль над валютным рынком.

На данном этапе мы рассматриваем вероятность каждого из двух сценариев 50/50.

Сценарий «стабильной гривны»

При сохранении стабильности на валютном рынке, мы можем говорить, что экономика может сохранить умеренную позитивную динамику в 2013-2014гг. Развитие событий будет напоминать устойчивую стагнацию (кроме случая, когда достигнута договоренность о скидке на газ), однако умеренный рост будет поддерживаться относительно высокой покупательской способностью населения. В таких условиях, мы ожидаем сохранение счёта текущих операций на высоком уровне (выше 8% ВВП) и в 2014м году.

Прогноз основных макропоказателей при сценарии стабильной гривны

| | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|-------|-------|
| Реальный ВВП, изм. г/г | 0.2% | 1.5% |
| Промышленное производство, изм. г/г | -1.5% | 1.2% |
| ИПЦ (конец года) | 2.4% | 4.1% |
| Баланс счёта тек. операций, USD млрд. | -15.4 | 16.5 |
| Баланс счёта тек. операций, % ВВП | -8.4% | -8.3% |
| Резервы НБУ (конец года), USD млрд. | 22.1 | 20.5 |
| УАН/USD (конец года) | 8.2 | 8.2 |
| Дефицит центрального бюджета, % ВВП | 3.5% | 3.0% |

Источник: оценки Concorde Capital

Факторы, способствующие реализации сценария стабильности:

Основной предпосылкой для реализации такого сценария мы видим сохранение золотовалютных резервов НБУ на уровне не менее USD 22 млрд. в 2013м и USD 19 млрд. в 2014м. Поддерживающими стабильность факторами могут стать:

- **Сохранение спроса на Украинские долги на внешних рынках**

Как мы уже упоминали, Украине потребуется привлечь около USD 4.5 млрд. внешних заимствований и USD 1.5 млрд. внутренних займов до конца 2013 года, чтобы остаться в заданных нами рамках.

Альтернативой может служить получение какого-либо иного крупного кредита.

- **Продажа ГТС и (или) скидка на газ**

В конце апреля правительство Украины вышло с предложением снять мораторий на продажу украинской газотранспортной системы. В нашем отчете «Продажа ГТС как фактор валютной стабильности» мы детально рассматривали этот вопрос и пришли к выводу, что продажа 50% ГТС практически полностью решает проблему валютного дефицита в стране до президентских выборов 2015го года. В случае успешной продажи украинской «трубы», мы можем говорить о гарантированном предотвращении шокового сценария для гривны на ближайшее будущее.

По большому счёту, вышеописанные факторы являются критичными для сохранения стабильной гривны. При этом, следующие факторы могут лишь служить дополнительной поддержкой:

- **Улучшение на сырьевых рынках**

По результатам 4мес.13 экспорт товаров и услуг сократился на 1.3% г/г в номинальном выражении. Пока что нет сигналов того, что экспорт возобновит рост. Более того, на результат второго полугодия окажет влияние высокая база сравнения, по причине активного экспорта зерновых годом ранее. Тем не менее, если допустить улучшение

внешней конъюнктуры, можно ожидать некоторый рост экспорта во втором полугодии.

По нашим расчётам, при ускорении роста номинального экспорта до 5% г/г с июля по декабрь (против базового допущения +0.7%), дефицит счёта текущих операций (и дефицит валюты) на конец года снизится на USD 2 млрд. до USD 13.4 млрд.

- **Газ в хранилищах как резерв**

Потенциальным фактором снижения дефицита валюты является сокращение импорта газа. В 1 кв.13 Украина сократила импорт природного газа на 1.5 млрд. куб. м, (-17.3% г/г). В наших расчётах мы исходим из того, что в 2013м году Украина сократит импорт газа на 3 млрд. куб. м. (против плана сокращения на 4 млрд. куб. м.), что сэкономит около USD 1.2 млрд. валюты по сравнению с прошлым годом.

Также мы видим вероятность того, что правительство Украины, в условиях валютного дефицита, примет решение сократить запасы газа в ПХГ для поддержания валютной стабильности во втором полугодии. Ориентировочно, мы можем говорить о дополнительной «экономии» валюты в размере USD 0.8-1.2 млрд. за счёт использования дополнительных 2-3 млрд. куб.м газа из ПХГ. Такой шаг поставит Украину в уязвимое положение с точки зрения энергетической безопасности, однако может снизить дефицит счёта текущих операций до USD 14.2-14.6 млрд. к концу 2013го года.

Сценарий потери контроля над курсом гривны

Потеря контроля на валютном рынке, по нашим оценкам, чревата падением гривны на 20% до 9.5/USD в четвёртом квартале 2013 года. В таком случае, основной удар от валютного шока будет направлен на частное потребление (сократится в первый квартал после ослабления валюты более чем на 10%) и фискальный сектор (падение доходов от непрямых налогов). Прим этом, основные негативные последствия будут наблюдаться в 2014м году. Очевидно, в выигрыше будут экспортно-ориентированные отрасли.

Отдельного внимания заслуживает оценка потенциальных последствий валютного шока на фискальный сектор. В случае 20%й девальвации национальной валюты, государственный долг превысит 40% ВВП и будет накапливаться в условиях падения доходов бюджета. Скорее всего, Украина будет вынуждена реструктуризировать свои долги. Но в случае реализации такого сценария, очень велика вероятность возобновления сотрудничества с МВФ (на этот период основные выплаты внешнего долга именно по обязательствам перед МВФ).

Прогноз основных макропоказателей при 20%й девальвации гривны в 4 кв.13

| | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|-------|-------|
| Реальный ВВП, изм. г/г | -1.0% | -2.3% |
| Промышленное производство, изм. г/г | -3.0% | 0.1% |
| ИПЦ (конец года) | 6.2% | 4.5% |
| Баланс счёта тек. операций, USD млрд. | -13.1 | -8.5 |
| Баланс счёта тек. операций, % ВВП | -7.4% | -5.0% |
| Резервы НБУ (конец года), USD млрд. | 19.5 | 21.0 |
| UAH/USD (конец года) | 9.6 | 9.6 |
| Дефицит центрального бюджета, % ВВП | 4.0% | 3.0% |

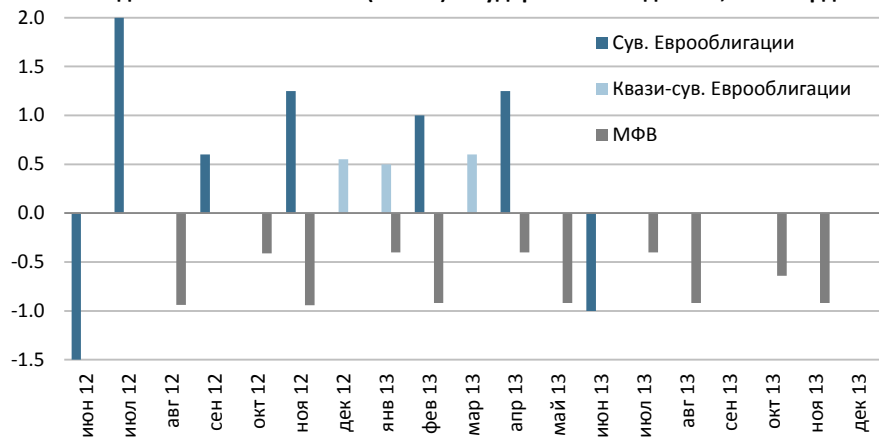
Источник: оценки Concorde Capital

Факторы, способствующие реализации сценария потери контроля:

- **Падение спроса на Евробонды**

Пока что основным фактором сохранения стабильности гривны служил спрос на украинские Евробонды. За последний год Украина сумела разместить облигаций на USD 6.65 млрд. (и это без учёта Еврооблигаций Ощадбанка, Укрэксимбанка и Укрзализныци). Такой значительный спрос на украинские долги поддерживал приток валюты и давал возможность субсидировать фиксированный курс гривны.

По нашим расчётам, Украине с июня по декабрь нужно привлечь извне еще USD 4.5 млрд. для того, чтобы сбалансировать валютный дефицит и уберечь валютные резервы от заметного снижения. С учётом успехов 2012го и начала 2013го, эта сума не выглядит амбициозной. Однако, ввиду отсутствия договора с МВФ и растущего беспокойства по поводу продолжения программы количественного смягчения в США (как и не радующей инвесторов макроситуации в Украине), спрос на украинские Еврооблигации может значительно снизиться в любое время. Более того, отсутствие ожидаемого размещения Еврооблигаций в начале июня (в преддверии выплаты USD 1.0 млрд.) может служить первым сигналом, подтверждающим такие опасения.

Основные движения по внешним (квази-) государственным долгам, USD млрд.


Источники: Минфин, МВФ

Если падение спроса на украинские Евробонды произойдет – только продажа ГТС или внушительный кредит от МВФ (или кого-то ещё) даст достаточный ресурс для удержания валютной стабильности.

- **Отсутствие спроса на валютные ОВГЗ**

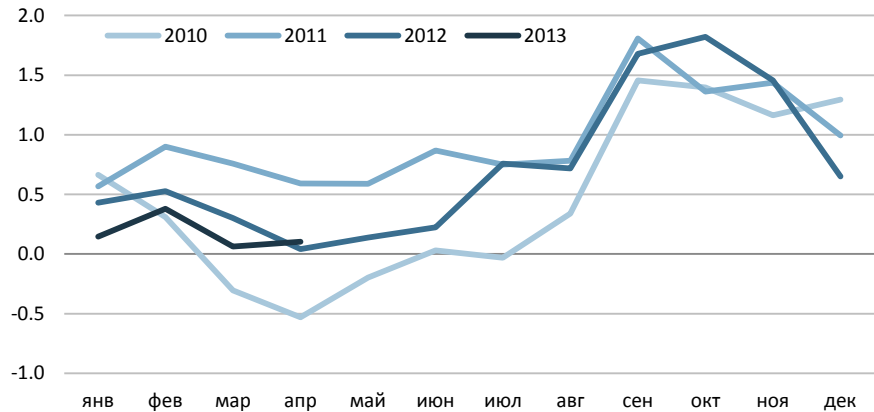
С декабря 2011го по сегодняшний день правительство разместило валютных ОВГЗ на сумму выше USD 6.2 млрд. (из них погашено USD 0.92 млрд.) Другими словами, валютные ОВГЗ показали себя достойной альтернативой внешним заимствованиям. Однако, мы не можем рассматривать валютные ОВГЗ как самодостаточный инструмент. Мы видим, что правительство будет получать кредиты в валюте от украинских банков до того момента, пока оно будет показывать способность привлекать валюту извне. Поэтому, мы ожидаем, что падение спроса на украинские Евробонды будет сопровождаться падением спроса и на валютные ОВГЗ.

- **Увеличение спроса населения на валюту**

В конце 2012го властям удалось сбить спрос на валюту со стороны населения. За четыре первые месяца 2013 года чистая покупка валюты составила всего USD 0.69 млрд., что почти вдвое меньше, чем годом ранее (USD 1.2 млрд. за 4мес.12). По большому счёту, это стало одним

из ключевых факторов поддержки золотовалютных резервов в первом полугодии 2013го года. Однако, поведение населения во многом зависит от уверенности в стабильности гривны, и может резко поменяться, как это уже было осенью прошлого года. Более того, самое интересное ещё впереди – спрос населения на валюту сезонно растёт в начале осени.

Чистая покупка валюты населением, USD млрд.



Источник: НБУ

С учётом позитивного начала года, мы снизили оценку спроса населения на валюту до USD 4 млрд., (против USD 8.8 млрд. в 2012м). Однако, любая неопределенность осенью 2013го может эту оценку удвоить или даже утроить.

Опять же, мы не можем рассматривать этот фактор без контекста, даже при том, что НБУ и Кабмин будут предпринимать все меры для контроля настроений населения. Как только проявятся проблемы с размещением Евробондов и упадёт спрос на валютные ОВГЗ – повышенный спрос населения на доллары можно считать гарантированным.

- **Бюджетный дефицит и эмиссия гривны**

Дефицит госбюджета в 2013м году запланирован на уровне 50 млрд. грн. С учётом слабых показателей реального сектора и нисходящей тенденции по доходам, фискальный разрыв может оказаться выше (около 60 млрд. грн.) К тому же, запланированные 10.9 млрд. грн. доходов от приватизации (как источник покрытия дефицита) пока что не выглядят реалистичными.

В таких условиях, остро возникает вопрос выкупа облигаций Минфина Нацбанком (то есть эмиссия гривны). Наличие внешнего спроса на украинские Еврооблигации нивелировало риски, связанные с вливанием дополнительной гривневой ликвидности через бюджет, поскольку новая гривна балансировалась притоком валюты. Однако, при падении спроса на Евробонды, покрытие дефицита бюджета эмиссией НБУ станет прямой угрозой для курсовой стабильности. Принимая во внимание то, что 95% от плана по расходам - это текущие расходы (включая обслуживание долга, зарплаты бюджетникам, социальные расходы), мы видим, что правительству сложно будет сдерживать девальвационные настроения снижением ликвидности без создания социального напряжения.

Контакты

CONCORDE CAPITAL

Мечникова 2, 16й этаж
 Бизнес центр Парус
 Киев 01601, Украина
 Тел.: +380 44 391 5577
 Факс: +380 44 391 5571
 www.concorde.ua
 Bloomberg: CONR <GO>

Генеральный директор

Игорь Мазепа

im@concorde.com.ua

ПРОДАЖИ

Андрей Герус
 Юрий Товстенко
 Максим Слободской

ga@concorde.com.ua
 ytovstenko@concorde.com.ua
 sm@concorde.com.ua

АНАЛИТИКА

Руководитель аналитического отдела

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

АПК, Электроэнергетика, Телеком

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

Машиностроение, Нефть и газ

Роман Дмитренко

rd@concorde.com.ua

Горно-металлургический комплекс

Роман Тополюк

rt@concorde.com.ua

Макроэкономика

Александр Паращий

ap@concorde.com.ua

Политика

Зенон Завада

zzawada@concorde.com.ua

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

ЭТОТ ДОКУМЕНТ БЫЛ ПОДГОТОВЛЕН ИК CONCORDE CAPITAL НЕЗАВИСИМО ОТ КОМПАНИЙ, ЯВЛЯЮЩИХСЯ ПРЕДМЕТАМИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО ВСЕ ПОЗИЦИИ, ИЗЛОЖЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ В ОТНОШЕНИИ КАКОЙ-ЛИБО ЦЕННОЙ БУМАГИ ИЛИ ЭМИТЕНТА, ТОЧНО ОТРАЖАЮТ ЛИЧНЫЕ ВЗГЛЯДЫ ЭТОГО АНАЛИТИКА КАСАТЕЛЬНО ЛЮБОГО АНАЛИЗИРУЕМОГО ЭМИТЕНТА/ЦЕННОЙ БУМАГИ.

ЛЮБЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ИЛИ МНЕНИЯ, ПРЕДСТАВЛЕННЫЕ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ, ЯВЛЯЮТСЯ СУЖДЕНИЕМ НА МОМЕНТ ПУБЛИКАЦИИ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. 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, КОМПАНИЯ, ЕЕ ДИРЕКТОРА И СОТРУДНИКИ НЕ УСТАНОВИЛИ ПОДЛИННОСТЬ СОДЕРЖАНИЯ НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА И, СООТВЕТСТВЕННО, НИ ОДИН ИЗ АНАЛИТИКОВ, КОМПАНИЯ, 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 ОДНО ЛИЦО НЕ НЕСЕТ 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 НИМИ ЛИЦА МОГ ПРЕДПРИНЯТЬ ДЕЙСТВИЯ В СООТВЕТСТВИИ 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 КОМПАНИИ. НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ОЦЕНКОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА КОМПАНИИ, ЕЕ АКТИВОВ ЛИБО ЦЕННЫХ БУМАГ ДЛЯ ЦЕЛЕЙ, ПРЕДУСМОТРЕННЫХ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВОМ УКРАИНЫ И ИНЫХ СТРАН СНГ В СФЕРЕ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПО ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ПОДТВЕРЖДАЕТ, ЧТО 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 АНАЛИТИКАМ ОПРЕДЕЛЯЕТСЯ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И УСЛУГ, НАПРАВЛЕННЫХ НА ОБЕСПЕЧЕНИЕ ВЫГОДЫ ИНВЕСТОРАМ, ЯВЛЯЮЩИМСЯ КЛИЕНТАМИ CONCORDECAPITAL, А ТАКЖЕ ДОЧЕРНИХ КОМПАНИЙ («ФИРМА»). КАК И ВСЕ СОТРУДНИКИ ФИРМЫ, АНАЛИТИКИ ПОЛУЧАЮТ ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РЕНТАБЕЛЬНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМЫ, КОТОРАЯ ВКЛЮЧАЕТ ВЫРУЧКУ ОТ ВЕДЕНИЯ ПРОЧИХ ВИДОВ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПОДРАЗДЕЛЕНИЯМИ ФИРМЫ.

КАЖДЫЙ АНАЛИТИК, АФФИЛИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ ЛИБО ИНЫЕ ЛИЦА ЯВЛЯЮТСЯ ИЛИ МОГУТ ЯВЛЯТЬСЯ ЧЛЕНАМИ ГРУППЫ АНДЕРРАЙТЕРОВ В ОТНОШЕНИИ ПРЕДЛАГАЕМЫХ К ПРОДАЖЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ. КАЖДЫЙ АНАЛИТИК ИМЕЕТ ПРАВО В БУДУЩЕМ УЧАСТВОВАТЬ В ПУБЛИЧНОМ ВЫПУСКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ.