

29 июля 2013

Фискальный сектор

Высокие аппетиты бюджета повышают валютные риски

Падение украинской экономики начало негативно сказываться на доходах госказны, несмотря на усиленное административного давления и финансирование НБУ. Мы ожидаем, что кассовый дефицит бюджета в 2013м году достигнет 70 млрд. Сократить такой разрыв за счёт урезания затрат будет сложно из-за высокого уровня «защищенных» расходов, а покрыть его, в условиях ограниченного доступа на внешние рынки, возможно только продавая ОВГЗ. Если в 1П13 года Минфину удалось привлечь валютные ОВГЗ на 22 млрд. грн., тем самым поставляя доллары на рынок и нейтрализуя гривневую эмиссию на 25 млрд. грн., то мы видим, что во 2П13 большая часть дефицита будет покрываться чистой эмиссией гривны. В условиях неоднозначного отношения к стабильности национальной валюты, дополнительная ликвидность из бюджета может в любой момент создать лишний спрос на доллар в размере до \$ 4 млрд. Таким образом, поддержка убеждённости экономических агентов в стабильности гривны на протяжении второго полугодия становится ключевой задачей для правительства. Похоже, только размещение суверенных Еврооблигаций в ближайшее время может закрыть большую часть из описанных рисков.

Александр Паращий
ap@concorde.com.ua

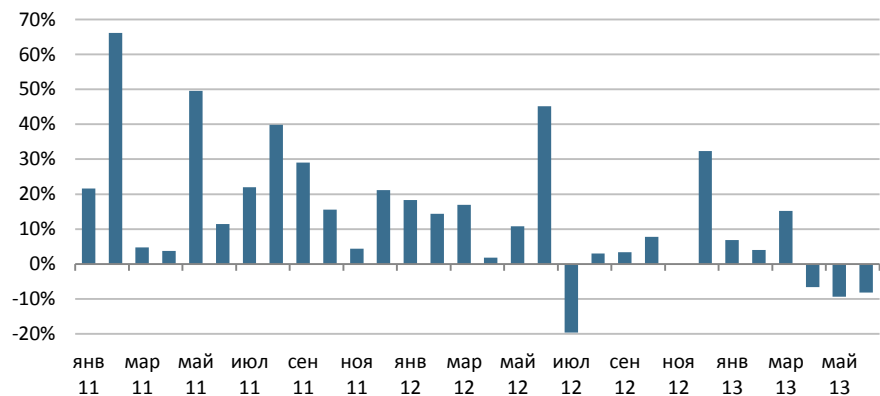
- Во 1кв.13г доходы центрального бюджета упали на 8.2% г/г, и нисходящий тренд выглядит устойчивым. Недовыполнение доходной части бюджета-2013 ожидается на уровне 25 млрд. грн. или 1.7% ВВП
- Высокий уровень текущих расходов в структуре бюджета (95.4%, в основном защищённые статьи) ограничивает возможность недофинансирования запланированных обязательств.
- По итогам 2013 года кассовый дефицит госфинансов (с учётом потребностей «Нефтегаза») будет составлять 70 млрд. грн., или 4.7% ВВП. В том числе, во второй половине года потребность в дофинансировании бюджета составит около 40 млрд. грн.
- В первом полугодии бюджетный дефицит почти на половину финансировался за счёт валютных заимствований на внутреннем рынке (\$2.75 млрд.), что позволило покрыть фискальный разрыв не-эмиссионным способом. Учитывая сложности с размещением Еврооблигаций и большие внутренние выплаты в валюте во втором полугодии (\$1.4 млрд.), правительство стоит перед необходимостью прямой эмиссии гривны для бюджетного финансирования в размере 35 млрд. до конца года.
- В условиях кассового разрыва и ограниченного доступа на внешние рынки, бюджет становится крайне уязвимым. Сам по себе дефицит в 40 млрд. грн. во втором полугодии приблизит общий государственный долг до отметки 40% ВВП, что вероятно отразится на оценке суверенных рисков. Кроме этого, эмиссионное финансирование фискального разрыва значительно усиливает девальвационные риски во втором полугодии, что в свою очередь повышает риски суверенного дефолта.

Доходы бюджета 2013: недобор на 2% от ВВП

Во II кв. 2013 года доходы центрального бюджета упали на 8.2% г/г, хотя еще в I кв. Минфин отчитался о росте доходов на 8.5% г/г. Основной причиной такого перелома стало падение поступлений из ключевых источников: НДС (-8.0% г/г в мае) и налога на прибыль (-37% г/г в мае). Такой результат стал естественным следствием нарастающих проблем в реальном секторе и низкой инфляции.

До апреля текущего года эффект от негатива в реальном секторе с лихвой компенсировался авансовыми налоговыми платежами и поддержкой НБУ (внесение в доходную часть бюджета ожидаемой прибыли Нацбанка). Но впоследствии ситуация радикально поменялась - мы наблюдаем сокращение бюджетных поступлений уже третий месяц к ряду.

Темпы роста доходов центрального бюджета, г/г



Источник: Минфин

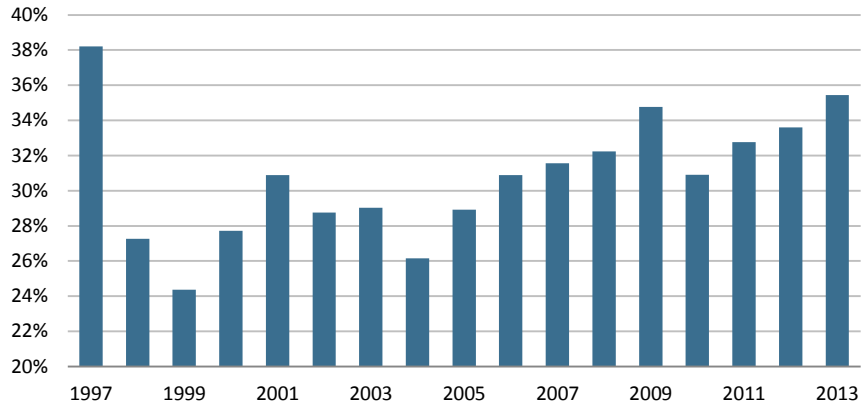
Стоит отметить, что падение доходов по результатам месяца наблюдалось и ранее, но оно было результатом разовых явлений. Сохранение же негативных показателей на протяжении трёх месяцев можно рассматривать как устойчивую тенденцию.

В таких условиях, есть основания ожидать значительное невыполнение доходной части бюджета. Даже если по результатам года удастся выйти на нулевой прирост доходов, то невыполнение составит 17 млрд. грн. или 1.2% ВВП. Но если смотреть более реалистично, мы должны говорить о сохранении нисходящего тренда по доходам (-3% г/г, в среднем на протяжении второго полугодия) и о невыполнении доходной части в 2013г на уровне 25 млрд. грн. (1.7% ВВП).

«Компенсаторы» доходов: сомнительный эффект

Плачевное состояние государственных финансов заставило Минфин активно искать дополнительные источники пополнения бюджета. В частности, был принят закон о трансфертном ценообразовании. Министр финансов ожидает дополнительный доход в 20 млрд. грн. от действия этого закона в течение трёх лет, что обещает около 3 млрд. грн. в 2013м году. Однако, пока трудно сказать, насколько эффективно будет работать новый канал наполнения бюджета в условиях и без того высокой налоговой нагрузки на бизнес.

В первом квартале соотношение доходов консолидированного бюджета к ВВП уже достигло 35.4%. Это рекордный показатель для первых кварталов за последние 15 лет.

Доходы консолидированного бюджета в I кв., % от ВВП


Источник: Минфин

Очевидно, дальнейшее давление с помощью новых налогов может только усугубить ситуацию в реальном секторе и негативно сказаться на будущих доходах казны. Пока эффект от введения закона о трансфертном ценообразовании остается спорным, мы допускаем, что значительного влияния на доходы бюджета в этом году данная инициатива не окажет.

НАК «Нефтегаз Украины»: дополнительный дефицит 11 млрд. грн.

Бюджет 2013го года предусматривал предоставление субсидии НАК «Нефтегаз Украины» в размере 8.0 млрд. грн. путем внесения ОВГЗ на соответствующую сумму в уставный капитал НАК.

Позже стало известно, что «Нефтегаз» оценивает свой кассовый разрыв в 2013м году на уровне 32 млрд. грн. Но финансовый план с таким дефицитом не был утвержден, а был снижен до скромных 18.7 млрд. грн. Таким образом, даже за «урезанными» оценками дефицита НАК, для поддержки работы компании до конца года потребуется ещё 10.7 млрд. грн. дополнительного бюджетного финансирования.

Пенсионный фонд: доходы лучше плана

В отличие от центрального бюджета, доходы Пенсионного фонда в первом полугодии обнадёжили: собственные доходы фонда выросли на 6.9%, что даже несколько превышает темпы роста, заложенные в изначальный план.

Даже если во втором полугодии темпы роста собственных поступлений пенсионного фонда несколько снизятся, дополнительный дефицит фонда не должен превысить 5 млрд. грн. Пока же, исходя из позитивной динамики начала года, нет оснований ожидать рост дефицита Пенсионного фонда.

Сокращение расходов: «Защищенные статьи» ограничивают поле для манёвра

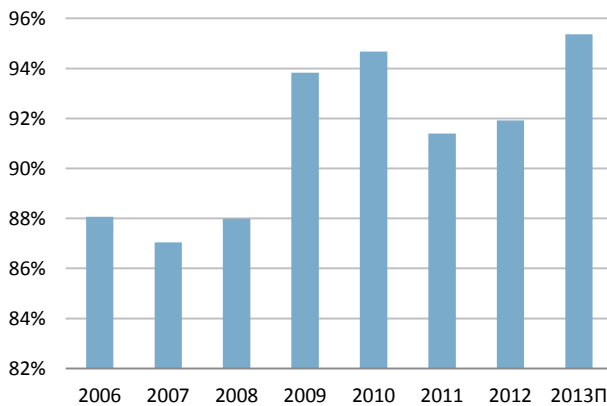
При риске сокращения государственных доходов, актуальным становится вопрос урезания расходной части. Украина за последние десять лет не проводила секвестр бюджета, а проблему недостатка денег решала (кроме роста долговой нагрузки) путём роста текущей бюджетной задолженности, т.е. недофинансирования расходов или откладывания платежей на следующие бюджетные периоды.

Такой способ решения проблем государственных финансов обусловлен отсутствием практики начисления пени за просроченный платёж из бюджета. Это приводит к тому, что Минфин злоупотребляет своим «монопольным» положением, безнаказанно задерживая платежи или просто не выполняя того, что было запланировано в бюджете. Теоретически, эти недоплаты когда-то погашаются, но практически эти обязательства носят очень размытый характер.

Тем не менее, даже при такой «мягкости» бюджетных обязательств существуют определенные «табу», нарушать которые ни одно правительство не решалось. Речь идёт о защищённых статьях и о так называемых текущих (не капитальных) расходах: зарплаты бюджетникам, социальные расходы, обслуживание долга, трансферты госорганам и предприятиям. На таких расходах много не сэкономишь, так как это чревато социальным напряжением.

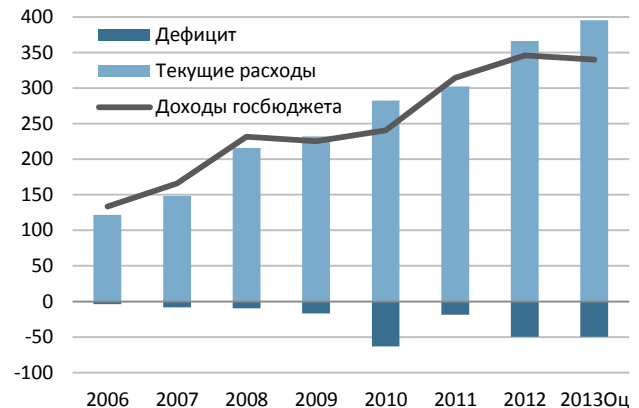
В 2013м году ситуация с текущими расходами примечательна тем, что они изначально занимают в структуре бюджетных расходов огромную долю: 95.4%. Более того, в этом году они не покрываются собственными доходами бюджета.

Текущие расходы в общих расходах центр. бюджета



Источник: Минфин

Покрытие тек. расходов и дефицит бюджета, млрд. грн.



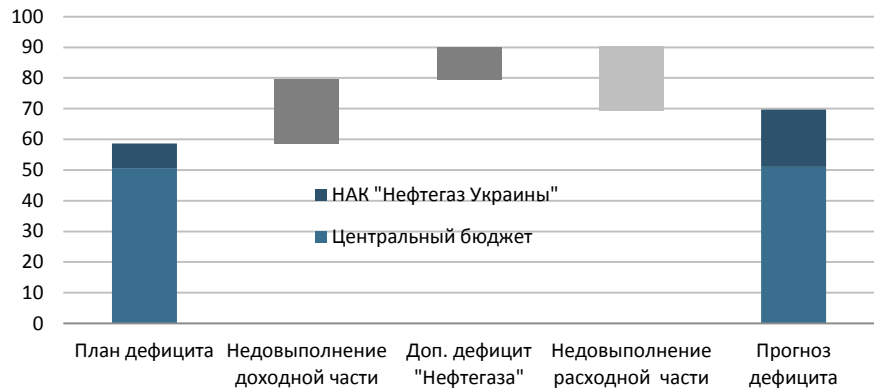
Источник: Минфин, оценка Concorde Capital

Похожая ситуация с превышением текущих расходов над доходами в 2010м и 2012м годах вылилась в значительный бюджетный дефицит (5.8% и 3.5% ВВП, соответственно) при том, что параллельно имело место недофинансирование расходов. Примечательно, что основная экономия была за счёт капитальных расходов (финансировались на 65-68%), в то время как недофинансирование по текущим расходам допускалось максимум на 4% от плана.

На этом фоне мы считаем, что в 2013м году также будет практиковаться существенное недофинансирование. Однако, по причине значительной доли текущих расходов в бюджете этого года, общее недофинансирование

расходов не может превысить 5% от плана (около 20 млрд. грн.) до конца года.

Превышение расходов бюджета над затратами в 2013 году, млрд. грн.



Источник: Минфи, НБУ, оценка Concorde Capital

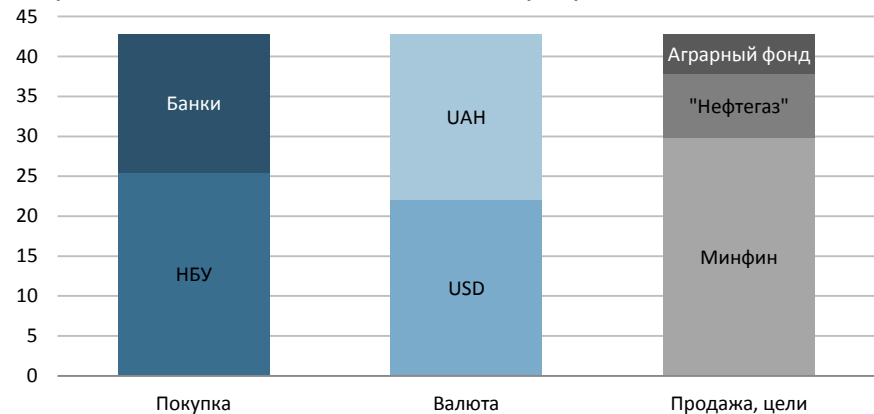
В общем итоге, дефицит госфинансов (с учётом потребностей НАК «Нефтегаз Украины» и без учёта Аграрного фонда) будет составлять минимум 70 млрд. грн. или 4.7% ВВП. Финансирование такого фискального разрыва будет нетривиальной задачей.

Покрытие кассового дефицита: ОВГЗ

В первом полугодии дефицит центрального бюджета составил 22.5 млрд. грн. (без учёта 8 млрд. грн. для НАК «Нефтегаз Украины») и полностью финансировался за счёт внутренних заимствований. Чистое привлечение в бюджет через ОВГЗ составило 28.7 млрд. грн., а с учётом выпуска ОВГЗ для финансирования дефицита «Нефтегаза» и Аграрного фонда составило 41.7 млрд. грн.

Примечательно, что основная часть новых ОВГЗ в обращении (около 61%) была выкуплена НБУ.

Распределение чистой эмиссии ОВГЗ в 1П13г, млрд. грн.



Источник: Минфи, НБУ

В то же время, баланс по внешним привлечением был негативным (выплатили по внешним долгам на 1.2 млрд. грн. больше, чем привлекли), а доходы от приватизации в 1П13 составили всего 0.17 млрд. грн. (2% от годового плана).

На второе полугодие потребность в финансировании дефицита (с учётом «Нефтегаза») оценивается на уровне 40 млрд. грн. При том, что доступ на внешние рынки затруднён, а поступления от приватизации не гарантированы, внутренние размещения ОВГЗ остаются единственным источником покрытия дефицита. Как и в первом полугодии, НБУ, скорее всего, останется основным покупателем бумаг Минфина.

Излишняя ликвидность и девальвационный риск

Очевидно, что фискальный кассовый разрыв на уровне 40 млрд. грн. в условиях плохого доступа на внешние рынки во втором полугодии означает серьёзные эмиссионные риски для страны. Примечательно, что в первом полугодии активное финансирование дефицита бюджета Нацбанком компенсировалось тем, что львиная доля размещений ОВГЗ проводилась в иностранной валюте (\$2.75 млрд. с учётом погашений, эквивалент 22.0 млрд. грн.).

То есть, через дополнительное финансирование дефицита бюджета в 1П13, в экономику поступило около 25 млрд. эмиссионной гривны и ещё иностранной валюты на 22 млрд. грн. Таким образом, приток гривны через финансирование дефицита был близок к притоку инвалюты через этот механизм, что помогало нивелировать лишнее давление на курс гривны.

Но мы прогнозируем, что ситуация во втором полугодии может сильно поменяться: из бюджета будет выплачено около 35 млрд. эмиссионной гривны, и только 5 млрд. грн. (\$0.6 млрд.) иностранной валюты. Разница

между гривневыми и валютными вливаниями в размере 30 млрд. грн. (против 3 млрд. грн. в 1П13) может создать дополнительный спрос на иностранную валюту в соответствующем размере, если регулятору не удастся полностью нейтрализовать эту дополнительную ликвидность.

Ситуация может усугубиться при падении доверия к украинской валюте – в таком случае Минфину вряд ли удастся привлечь какие-либо валютные ОВГЗ во втором полугодии, и это повлечёт за собой плачевные последствия для самой валюты (см. следующий раздел).

Прогнозирование спроса на валютные ОВГЗ во 2П13

Всего в 1П13 Минфин привлёк \$3.25 млрд. через валютные ОВГЗ, и погасил бумаги на \$0.5 млрд. Во втором полугодии ему нужно будет погасить уже \$1.4 млрд., при том, что сумма привлечения, скорее всего, будет гораздо меньше:

- \$1.1млрд. из привлечённой в 1П13 суммы были профинансированы госбанками, получившими валютную выручку от размещения Еврооблигаций. Вероятность их повторного выхода на внешние рынки пока кажется маловероятной;
- Банковская система, основной источник финансирования валютных ОВГЗ, потеряла около 4 млрд. грн. (\$0.5 млрд.) валютных депозитов в 1П13, что вероятно ограничит её способность покупать валютные бумаги во втором полугодии. Последние аукционы, где Минфин не совсем удачно реализовывал валютные ОВГЗ, красноречиво об этом свидетельствуют.

Итого, при допущении невыхода госбанков на рынок Еврооблигаций и сокращения спроса банковской системы на валютные ОВГЗ во 2П13 на 20% (и это оптимистический сценарий), мы ожидаем, что Минфину удастся привлечь \$2.0 млрд. долга на внутреннем рынке. При этом, чистый приток ОВГЗ (с учётом выплаты \$1.4 млрд. во 2П13) составит всего \$0.6 млрд., или около 5 млрд. грн.

Скрытые риски валютных ОВГЗ

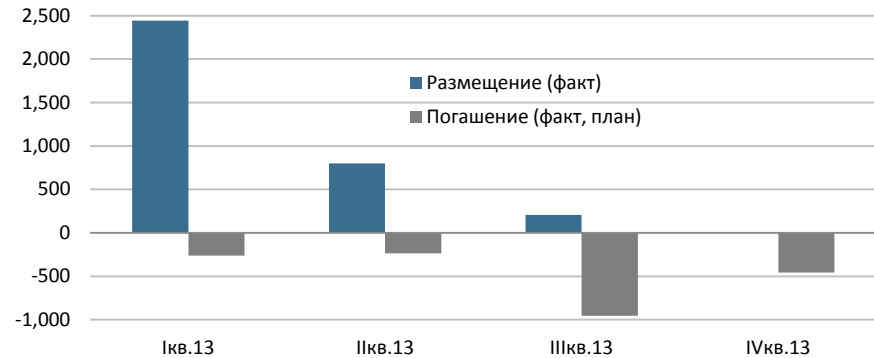
В конце 2011го года правительство начало использовать на внутреннем рынке валютные ОВГЗ. За полтора года такой практики Минфин сумел привлечь на рынке \$6.7 млрд., что даже превышает внешние заимствования за аналогичный период (\$6.1 млрд.).

Этот инструмент фактически выполнил три важные функции:

- Помог покрыть дефицит бюджета
- Перевёл из банковской системы в экономику долларовую ликвидность. Поскольку банки ограничены в кредитовании в инвалюте, они охотно отдают лишнюю валютную ликвидность Минфину, который, в свою очередь, выбрасывает её в экономику, тем самым частично удовлетворяя спрос на валюту и экономя золотовалютные резервы НБУ.
- Нейтрализовал лишнюю гривневую ликвидность. То есть, вместо эмиссионного выброса гривны в экономику (которая могла бы переключиться на валютный рынок), происходил микс выброса эмиссионной гривны и доллара (который без валютных ОВГЗ так и остался бы на счетах у банков).

Но вся проблема в том, что при падении спроса на валютные ОВГЗ (а их ещё надо возвращать), все эти позитивные эффекты развернутся в обратную сторону.

Валютные ОВГЗ в 2013, эквивалент \$ млн.



Источник: Минфи, НБУ

Ниже мы иллюстрируем, как с помощью размещения валютных ОВГЗ Минфин и Нацбанк фактически нивелировали влияние дополнительной гривневой эмиссии через бюджет за счёт предложения валюты на рынке в первом полугодии 2013.

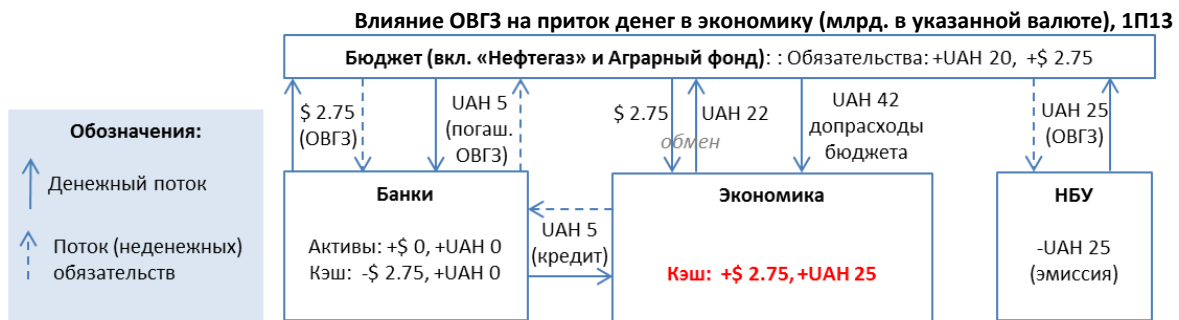
Влияние валютных ОВГЗ на рынок в 1П13

Ниже представляем схему влияния ОВГЗ (в том числе валютных) на рост ликвидности в экономике в первом полугодии 2013.

Наша иллюстрация базируется на следующих допущениях:

- Банки не склонны пускать лишнюю валютную ликвидность в экономику, при этом склонны её конвертировать в валютные ОВГЗ;
- Банки склонны пускать лишнюю гривневую ликвидность в экономику, но не склонны конвертировать её в гривневые ОВГЗ;
- НБУ не финансирует бюджет в валюте;
- Чистый рост ОВГЗ в 1П13 составил 42 млрд. грн., включая 22 млрд. грн. валютных ОВГЗ. Все деньги были потрачены, т.е. выпущены в экономику.

Итак, благодаря выпуску ОВГЗ, Минфин выделил в экономику 25 млрд. эмиссионной гривны и \$2.75 млрд. (эквивалент 22 млрд. грн.) инвалюты. Соответственно, почти вся новая гривна была нейтрализована валютными вливаниями на рынок.



Приток валюты в экономику ч/з финансирование дефицита бюджета соразмерен с притоком гривны

Ожидаемое влияние валютных ОВГЗ на рынок во 2П13

При падении спроса на валютные ОВГЗ в 2П13, приток национальной и иностранной валюты (из дополнительных затрат бюджета) будет несбалансированным. Это, по нашим расчётам, создаст лишнюю гривневую ликвидность в размере около 30 млрд. Если Нацбанку не удастся её нейтрализовать, в любой момент она может вылиться в дополнительный спрос на иностранную валюту.

Наши расчёты базируются на следующих допущениях по второму полугодю:

- Кассовый разрыв бюджета (потребность в чистой эмиссии ОВГЗ) составит 40 млрд. грн.;
- Банки купят \$2.0 млрд. валютных ОВГЗ, из которых Минфин должен будет погасить \$1.4млрд. Чистый приток валютных ОВГЗ, таким образом, составит \$0.6 млрд. (5 млрд. грн.).



Приток валюты ч/з финансирование дефицита бюджета намного меньше притока гривны

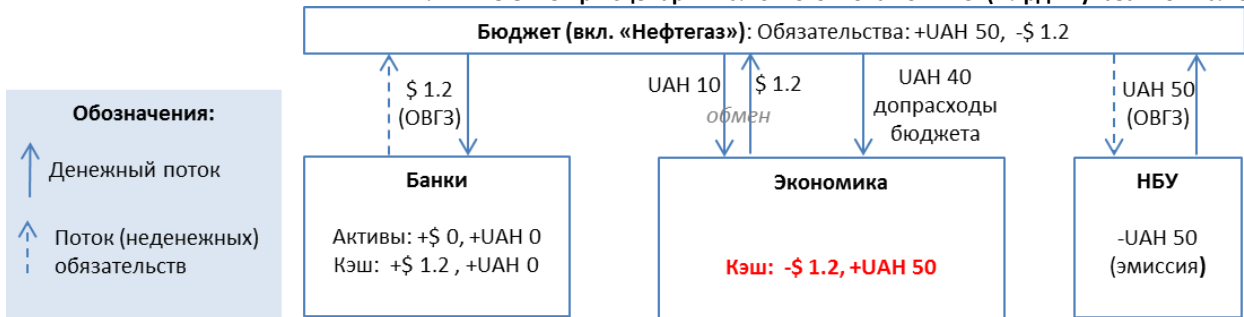
Роль валютных ОВГЗ: сценарий валютного шока во 2П13

Если по какой-либо причине ожидания девальвации гривны во второй половине 2013 года усилятся, то потребность Минфина погасить валютные ОВГЗ создаст серьёзное дополнительное давление на гривну. Правительству в таком случае не только придётся полностью финансировать кассовый дефицит бюджета за счёт эмиссии гривны (40 млрд. грн., при прочих равных), но и выходить на валютный рынок с покупкой долларов для планового погашения \$1.4 млрд. валютных ОВГЗ.

Основные допущения такого сценария:

- Кассовый разрыв бюджета (потребность в чистой эмиссии ОВГЗ) составит 40 млрд. грн.;
- Банки не будут покупать валютные ОВГЗ во 2П13 (кроме уже купленных в июле \$0.2 млрд.).

Влияние ОВГЗ при сценарии валютного шока во 2П13 (млрд. в указанной валюте)



Отток валюты с рынка будет сопровождаться значительным притоком эмиссионной гривны

Таким образом, с рынка уйдёт значительное количество наличной инвалюты, и при этом будет огромный приток эмиссионной гривны, который может превратиться в дополнительный спрос на доллар в размере до \$6 млрд. О том, что это может значить для золотовалютных резервов НБУ, говорить не нужно.

Пока что мы не склонны утверждать, что вероятность такого сценария является высокой, но данная схема иллюстрирует важность для Нацбанка поддерживать высокие ожидания относительно стабильности гривны. В частности, это свидетельствует о важности поддержки золотовалютных резервов на текущем уровне.

Контроль за ликвидностью и финансовые векселя

Угроза значительной эмиссии гривны по причине кассовых разрывов в бюджете не могла остаться незамеченной в правительстве. Очевидно, это стало одной из причин лоббирования внедрения такого инструмента для частичного погашения бюджетной задолженности, как финансовые векселя.

Использование квази-денег для финансирования дефицита бюджета позволяет рассчитывать по долгам без увеличения девальвационных рисков, но лишь в краткосрочной перспективе. В то же время использование квази-денег негативно отразится на финансовом состоянии предприятий, что непременно скажется и на доходах бюджета в среднесрочной перспективе. Кроме того, векселя нельзя использовать для нейтрализации дополнительной ликвидности, которая нужна для выплат зарплат, социальных расходов и других защищённых статей.

Альтернативным методом сворачивания гривневой ликвидности, в условиях эмиссионного покрытия бюджета, может стать дальнейшее повышение норм резервирования для банковского сектора. Однако этот фактически не будет влиять на эмиссионные гривны, выплаченные бюджетникам, а также на дополнительную ликвидность, направленную на покрытие дефицита «Нефтегаза».

Устойчивость бюджета: девальвационный сценарий угрожает дефолтом

Недовыполнение доходов, убытки НАК «Нефтегаз Украины», значительные «защищённые» расходы и тенденция на повышение фискального давления в условиях падающей экономики ставят государственные финансы в очень уязвимое положение. По большому счёту, риск эмиссионного финансирования ставит очень остро вопрос устойчивости государственного бюджета в случае реализации девальвационного сценария.

Но даже без учёта девальвационного риска, 40 млрд. грн. чистых заимствований во втором полугодии означают, что государственный долг до конца года вплотную приблизится к отметке 40% ВВП, что, скорее всего, повлечёт за собой ухудшение суверенных кредитных рейтингов и ещё больше усложнит доступ на внешние рынки.

Если же произойдет неконтролируемая девальвация, то, по нашим расчётам, при 20% ослаблении валюты сократится внутреннее потребление (до -10% г/г в первом квартале после валютного шока), а также упадёт импорт товаров (около 5% в течение 12 месяцев после ослабления валюты), что станет причиной ещё большего падения доходов бюджета (около 10%). К этому добавится ещё и рост стоимости обслуживания внешнего долга (около +10 млрд. грн. с учётом госгарантий), дополнительный дефицит НАК «Нефтегаз Украины» (+12 млрд. грн.), а также необходимость дополнительно финансировать банковскую систему и Пенсионный фонд.

Другими словами, реализация сценария с 20% девальвацией гривны вызовет потребность в дополнительном финансировании бюджета не менее 60 млрд. грн. в год (без учёта возможной потребности финансирования банковской системы). Сумма не является запредельной, и при сохранении контроля над обменным курсом могла бы привести к увеличению общего долга всего до 45% ВВП (с учётом роста гривневой стоимости внешней задолженности). Но в условиях валютного шока, покрывать такой дефицит новой эмиссией будет невозможно: в дестабилизированной ситуации новая гривневая ликвидность только усилит девальвационный шок. Поэтому, в такой ситуации правительство должно будет пойти на договоренность с МВФ и, как следствие, согласится на жесткие меры экономии. Альтернативно, правительству придётся начать переговоры о реструктуризации долгов, что фактически равносильно объявлению дефолта.

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.