

# Инвест обзор#4: Алроса

Аналитика – акции РФ

23 августа 2018



Компания	Текущая цена	Целевая цена	Потенциал роста	Горизонт идеи
Алроса	94	125	+ 33% (+6% див)	8 мес

Алроса занимает около 30% доли в мировом производстве алмазов и обладает резервами, позволяющими поддерживать высокий уровень производства еще около тридцати лет. Компания стабильно платит дивиденды и высказывает намерения платить их еще выше, денежный поток, генерируемый продажей алмазов и бриллиантов, достаточно прозрачен и стабилен - по совокупности этих и других факторов мы ждем от Алросы рост финрезультатов и рекордный дивиденд,

**Сергей Пирогов**

Portfolio manager

[s.pirogov@invest-heroes.ru](mailto:s.pirogov@invest-heroes.ru)

Research team

[research@invest-heroes.ru](mailto:research@invest-heroes.ru)

## Дивиденды за 2018 год могут быть самыми высокими за всю историю компании

Наблюдательный совет может рекомендовать выплачивать дивидендами до 100% свободного денежного потока (за первое полугодие рекомендовано 70% FCF).

## Динамика реализации алмазов

За первое полугодие было реализовано рекордное за три года количество запасов алмазов, что делает FCF экстремально высоким.

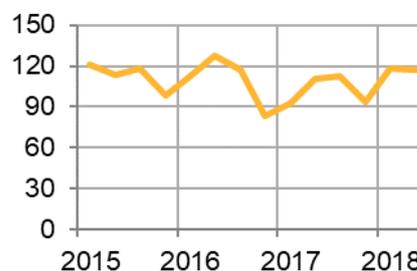
**Рентабельность Алросы** по EBITDA около 50% на протяжении последних четырех лет, при этом структура издержек остается неизменной, а уровень добычи поддерживается постоянными исследованиями новых месторождений.

## Рекомендация:

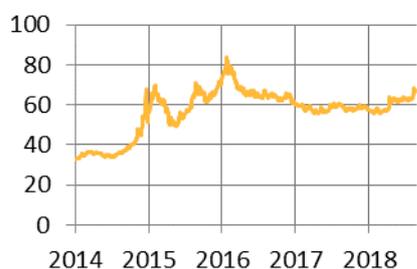
## Текущая оценка компании

P/E	7,8
EV/EBITDA	5,1

## Средняя цена реализации карата, \$



## Курс доллара



**Целевая цена:**

125

руб./  
акция

**Временной горизонт:**

30

апр  
2019

**Тактика торговли и риски**

- Главные риски – снижение курса USD и принятие предложения Белоусова
- Дата встречи по проекту Белоусова – 25.08 (пт)



## Оглавление

<b>РЕЗЮМЕ</b> .....	3
<b>Обзор деятельности компании</b> .....	4
Профиль.....	4
Аktionеры .....	5
Операционная деятельность.....	6
Долговая нагрузка .....	7
Цены на продукцию .....	8
<b>Оценка компании и тактика</b> .....	9
Финансовый прогноз .....	9
Блестящие дивиденды .....	9
Оценка методом DCF.....	11
Оценка методом форвардных мультипликаторов .....	11
Сопоставимые компании .....	12
Выводы.....	12
Изъятие «дополнительных доходов» .....	13
Контакты для Q&A.....	14

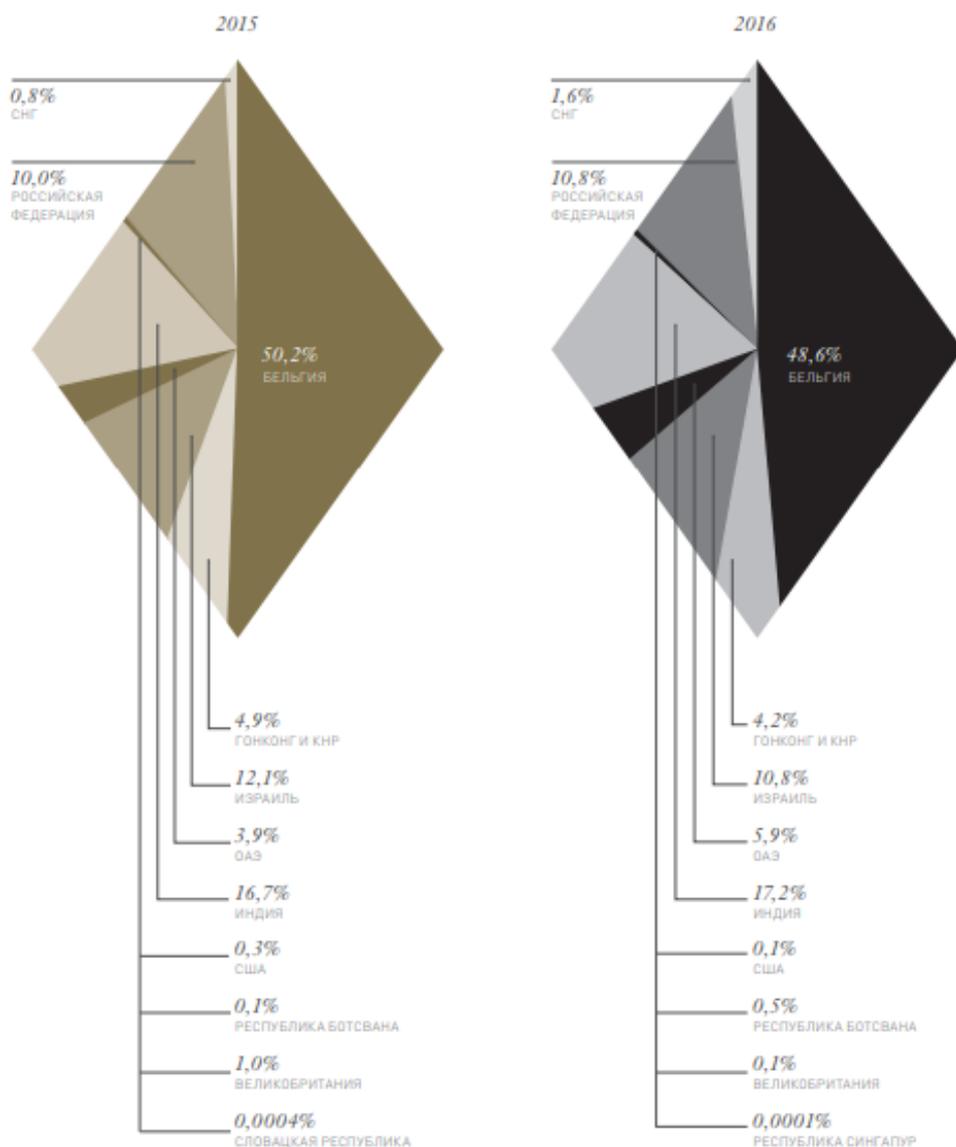
## Обзор деятельности компании

### Профиль

Алроса – один из крупнейших в мире игроков в отрасли добычи и реализации алмазов и производства бриллиантов, занимает 26% в мировом объеме добычи алмазов. В России Алроса является единственным крупным игроком в своей сфере, добывая более 95% всех алмазов, что делает компанию уникальной.

Алроса поддерживает и наращивает объем добычи алмазов путем разведки новых месторождений, которые постепенно замещают иссякающие. Например, на данный момент прекращена добыча на трубке «Удачная» и сокращаются объемы добычи на трубке «Юбилейная» Айхальского ГОКа, а на замену ей последовательно выходят на полную мощность Подземный рудник трубки "Удачная" и Верхне-Мунское месторождение.

*Географическая структура поставок алмазов Группы АЛРОСА по стоимости в 2015-2016 гг., %*



Источник: данные компании

Компания продает алмазы на внутреннем рынке и поставляет алмазы в Бельгию, Индию, Израиль, ОАЭ Гонконг и КНР, страны СНГ и другие. Главный покупатель – Бельгия (около 50% всех алмазов), остальная часть более равномерно распределена между другими странами.

### ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД:

Алроса «не боится» санкций со стороны США – ее продажи хорошо диверсифицированы и не пострадают в случае введения ограничений на покупку продукции компании.

На данный момент в процессе эксплуатации на полной мощности находятся 6 дивизионов, из них два в процессе расширения – Удачный и Севералмаз.

Тыс. карат	1 кв. 18	2 кв. 18П	3 кв. 18П	4 кв. 18П	2018П
Айхальский ГОК	2 810	2 918,9	1 786	3 560	11 074,97
Мирнинский ГОК	1 168,5	1 115,6	940,4	1 201,6	4 426,2
Удачный ГОК	817,2	977,6	1 139,6	2 197,8	5 132,2
Нюрбинский ГОК	1 894,5	1 212,3	2 572,4	2 026,0	7 705,2
Ломоносовский ГОК	729,0	853,7	874,4	865,2	3 322,3
ОАО "Алмазы Анабара" и АО "Нижне-Ленское"	-	1 433,1	3 557,6	-	4 990,7
<b>Итого</b>	<b>7 419,0</b>	<b>8 511,2</b>	<b>10 870,4</b>	<b>9 850,9</b>	<b>36 651,5</b>

Источник: данные компании

После аварии летом 2017 добыча на дивизионе «Мирный» упала, в связи с необходимостью закрытия рудника. Несмотря на это, компании удастся поддерживать объем добычи на уровне около 2016 года, благодаря разработке новых месторождений и плановому расширению действующих.

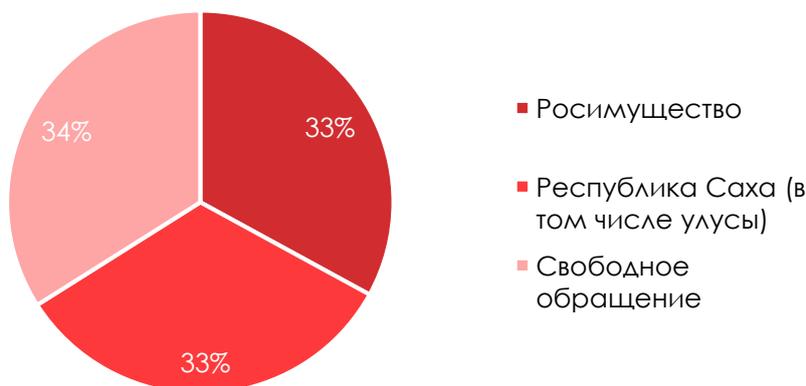
Государство консолидирует на Алросе другие предприятия отрасли – например, убыточные ограниченные, и Алроса вынуждена их покупать. С другой стороны, Алроса успешно продает непрофильные активы – в начале этого года были проданы газовые активы (на выплату дивидендов данные средства было решено не пускать).

### Акционеры

Основной акционер компании – государство, в частности, Росимущество и административные единицы республики Саха. Алроса вполне может быть целью санкций США, в силу того, что компания принадлежит в основном государству, однако, как мы уже отметили, санкции Алросе не страшны. Положительным фактором для акций является высокая доля free-float – это способствует занятию стабильных позиций в таких индексах, как MSCI Russia, что обеспечивает приток крупных инвесторов в бумаги компании. Важно отметить, что за последние 1,5 года наблюдается серьезный отток инвесторов из MSCI Russia (объемы сократились в 4 раза), что оказывало давление на акции.

Подробная структура владельцев:

## Структура собственников



Источник: СПАРК

1) У Российской Федерации была доля в Алросе выше, 10% пакеты продали летом 2016 по цене около 65 руб за акцию

2) В условиях нехватки денег в бюджете государство будет ожидать больших дивидендов и оказывать на это влияние – ждем, что условия дивидендной политики не будут хуже.

## Операционная деятельность

### Отчет о финансовых результатах

Млрд. руб.	2016	2017	Δ, %
Выручка от продаж и оказания услуг	314	270	(14%)
Доход от субсидий	3	6	106%
<b>Итого выручка</b>	<b>317</b>	<b>275</b>	<b>(13%)</b>
Себестоимости	(105)	(110)	5%
Роялти	(1)	(1)	-
<b>Валовая прибыль</b>	<b>211</b>	<b>164</b>	<b>(22%)</b>
Административные и коммерческие расх	(15,78)	(15)	(7%)
Прочие операционные расходы, net	(27)	(27)	(3%)
Изъятие доп доходов	-	-	-
<b>Прибыль от основной деятельности</b>	<b>168</b>	<b>123</b>	<b>(27%)</b>
<b>ЕВГДА</b>	<b>176</b>	<b>126</b>	<b>(28%)</b>
<b>ЕВГДА margin, %</b>	<b>56%</b>	<b>46%</b>	<b>(17%)</b>
Амортизация	(25)	(24)	(4%)
Финансовые расходы, net	24	(1)	(105%)
Доля в результатах СП	3	3	14%
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>170</b>	<b>101</b>	<b>(41%)</b>
Налог на прибыль	(36)	(22)	(39%)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>133</b>	<b>79</b>	<b>(41%)</b>

Источник: данные компании

Профильная часть выручки Алросы формируется из продаж алмазов технического и ювелирного качества, а также бриллиантов. Интересно, что небольшую часть выручки составляют доходы от разных транспортных компаний (например, авиакомпания «Алроса») и разной социальной инфраструктуры (у Алросы кроме прочего есть свой НПФ «Алмазная осень»).

**Выручка по месторождениям**

Млрд. руб	2017	
	Итого	%
Айхальский ГОК	77	28%
Мирнинский ГОК	43	16%
Удачный ГОК	23	8%
Нюрбинский ГОК	45	17%
Ломоносовский ГОК	16	6%
ОАО "Алмазы Анабара" и АО "Нижне-Ленское"	31	11%
Транспорт	7	3%
Продажа газа	6	2%
Социальная инфраструктура	3	1%
Прочее	5	2%
Продажи из запасов	9	3%
Продажи бриллиантов	6	2%
<b>Итого</b>	<b>270</b>	

Источник: данные компании

Что касается издержек, они на 80% рублевые, поскольку подавляющее большинство активов находится на территории России. 20% долларовых издержек связаны с налогом на добычу полезных ископаемых, который привязан к долларовой стоимости алмазов. Алроса имеет нормальную для добывающей компании структуру издержек, но нестандартно высокую для своей сферы рентабельность по EBITDA – порядка 46-50%. Рост курса USD на 1 рубль приносит дополнительно около 4 млрд EBITDA.

**Себестоимость продаж (COGS)**

Млрд. руб	2016	2017	Δ,%
Оплата труда	44	44	(0%)
Амортизация	25	24	(4%)
НДПИ	22	22	(2%)
Топливо и энергия	14	13	(12%)
Материалы	14	13	(2%)
Услуги	8	8	3%
Транспорт	2	2	(2%)
Прочее	1	1	(2%)
	<b>105</b>	<b>103</b>	<b>(2%)</b>
Движение запасов	(0)	7	(4 810%)
<b>Итого</b>	<b>105</b>	<b>110</b>	<b>5%</b>

Источник: данные компании

**Долговая нагрузка**

Алроса имеет низкую долговую нагрузку (долг более чем в два раза меньше EBITDA), а показатель чистого долга вообще колеблется около нуля. Компания не заявляла о планах поменять структуру долга в ближайшие годы, поэтому мы ожидаем, что долг останется на низком уровне, а показатель Net Debt/EBITDA будет в диапазоне 0x - 0,5x.

### Уровень долговой нагрузки



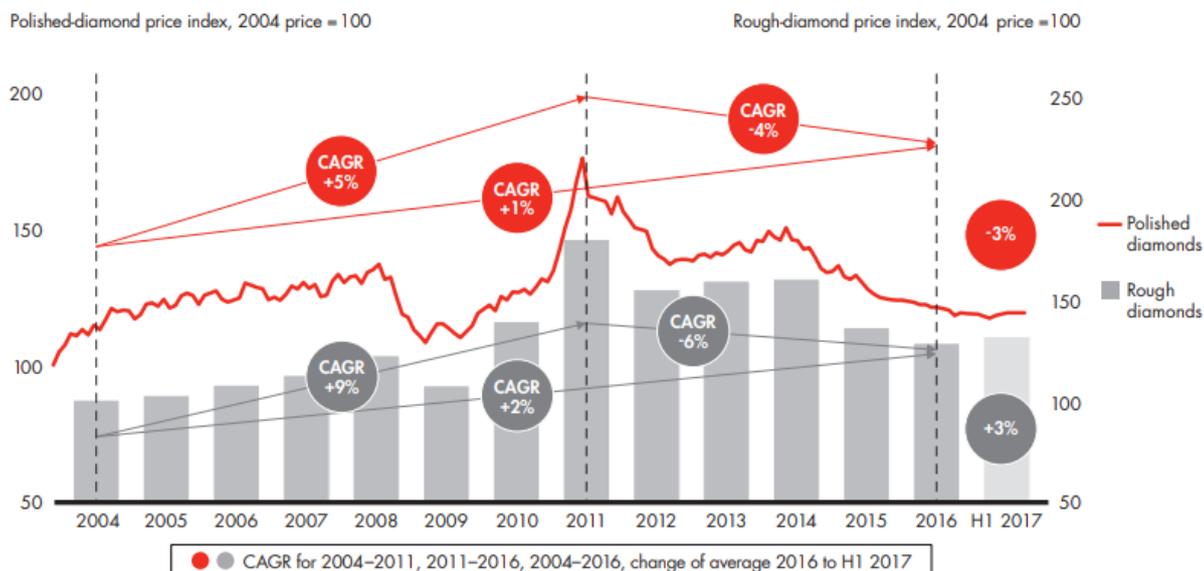
Источник: данные компании, анализ команды Invest Heroes

Уровень долговой нагрузки, согласно финансовой политике компании, планируется сохранять в диапазоне показателя Чистый долг/EBITDA 0,5х-1х. Тем не менее, за счет продажи газовых активов и большей части запасов алмазов у компании будет достаточно ликвидности, чтобы на конец 2018 года показатель был ниже 0,2х по нашим оценкам.

### Цены на продукцию

По оценке менеджмента Алросы, средняя цена на продукцию компании в 2018 году сохранится на текущих уровнях. По оценкам Bain&Company структура спроса и предложения будет стабильна до 2030 года, спрос будет расти быстрее, чем предложение на 1% в год.

В мире мало новых месторождений, а старые истощаются, поэтому АЛРОСА – практически единственная компания, кто может наращивать добычу, в то время как себестоимость у конкурентов растет. Это позволяет сделать вывод, что до 2020 года средняя цена реализации карата сохранится на текущем уровне по консервативному прогнозу.



Источник: AWDC Bain report "The Global Diamond Industry 2017"



Индия и Китай являются одними из самых быстрорастущих потребителей алмазной продукции по оценке Bain – растет доля среднего класса (повышается благосостояние населения), а это рынки сбыта для Алросы с уже заключенными торговыми договорами.

## ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД:

Алроса ведет бизнес в весьма стабильной отрасли, где игроки не имеют возможности резко нарастить производство, а спрос сильно диверсифицирован. Это делает компанию привлекательной для «длинных денег».

## Оценка компании и тактика Финансовый прогноз

### Отчет о финансовых результатах

Млрд. руб.	2018П	2019П	2020П
Выручка от продаж и оказания услуг	343	300	301
Доход от субсидий	6	6	6
<b>Итого выручка</b>	<b>349</b>	<b>306</b>	<b>307</b>
Себестоимости	(112)	(114)	(117)
Роялти	(1)	(1)	(1)
<b>Валовая прибыль</b>	<b>236</b>	<b>191</b>	<b>189</b>
Административные и коммерческие расходы	(15)	(16)	(16)
Прочие операционные расходы, net	(26)	(25)	(25)
Изъятие доп доходов	(28)	-	-
<b>Прибыль от основной деятельности</b>	<b>166,5</b>	<b>150</b>	<b>147</b>
<b>ЕВГДА</b>	<b>167</b>	<b>150</b>	<b>147</b>
<b>ЕВГДА margin, %</b>	<b>48%</b>	<b>49%</b>	<b>48%</b>
Амортизация	(23)	(23)	(23)
Финансовые расходы, net	(5)	(5)	(5)
Доля в результатах СП	-	-	-
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>138</b>	<b>122</b>	<b>119</b>
Налог на прибыль	(28)	(24)	(24)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>111</b>	<b>98</b>	<b>95</b>

Источник: анализ команды Invest Heroes.

Важно отметить, за счет чего в 2018 мы ожидаем такого скачка выручки. У Алросы существует резерв алмазов, из которого в первом полугодии было реализовано около 6,5 тыс карат на сумму, превышающую продажи из резерва за все 2016 и 2017 года вместе взятые (48 млрд против 29). На данный момент резерв алмазов достиг минимально допустимого значения, поэтому мы ожидаем, что далее продажи компании будут формироваться только из вновь добытых алмазов.

## Блестящие дивиденды

Наблюдательный совет установил дивидендную политику, согласно которой компания будет выплачивать от 50 до 100% свободного денежного потока, два раза в год. За первое полугодие 2018 рекомендовали выплатить не менее 5,93 рублей на акцию или 70% FCF, определяемого на основании МСФО отчетности, публикация которой запланирована на 24 августа.

Мы ожидаем выплаты части FCF, поскольку свободный денежный поток за первое полугодие ожидается гораздо выше обычного. При этом в следующих периодах свободный денежный поток упадет до своего нормального уровня и будет более стабильным в 2019-2020 годах.

В связи с этим такие большие дивиденды будут одноразовым явлением, поэтому мы ожидаем, что супердивиденды полностью отыграны в цене не будут, но рост перед дивидендами будет – и оптимальная точка выхода будет перед дивидендной отсечкой.

	1П2018
Продажи (добытые алмазы)	118
Продажи из запасов	48
Издержки:	(85)
ЕБИТДА	82
Амортизация:	(12)
САРЕХ	10
Изм. Чист. Об. Кап	(21)
FCFF	79
Дивиденды	55
<b>Див на акцию</b>	<b>7,53</b>
<b>ДД при текущих ценах</b>	<b>16,0%</b>

Источник: анализ команды Invest Heroes

«При коэффициенте «Чистый долг/ЕБИТДА» в интервале 0,0х – 1,0х рекомендуемая сумма годовых дивидендов составит от 70% до 100% от суммы свободного денежного потока за отчетный период» - так сказано в дивидендной политике.

В случае выплаты 100% FCF, дивидендная доходность ожидается на уровне 12% (то есть ожидается серьезный upside в цене в этом случае).

## ПРОМЕЖУТОЧНЫЙ ВЫВОД:

1. Весьма привлекательной становится покупка компании накануне выхода отчетности. Учитывая внешние риски, связанные со всем российским рынком в целом, можно отработать эту идею, купив акцию и продав фьючерс на индекс MOEX – мы ожидаем, что акция будет «лучше рынка».

2. Вероятность выплат в размере 100% FCF возрастает в связи с тем, что государству нужны деньги, а Алросе не нужно, чтобы ее облагали дополнительным налогом – поэтому в качестве компромисса вполне возможно, что Алроса даст деньги государству через дивиденды

За счет реализации запасов у Алросы резко увеличивается свободный денежный поток. Дивидендная доходность Алросы колеблется от 6 до 9,2%, для добывающих компаний в России сейчас самая высокая у ГК Норникеля – 7,6%. По совокупности этих факторов оценка повышенной ДД составила 9%.

Ожидаемая стоимость акции на 2018 год по оценке дивидендным подходом составила бы 184 руб, но такая оценка нереализуема.

Если исходить из достижимых цифр, получается, что выплата 70% FCF за 2018 год приведет к дивидендам в размере 96 млрд. руб., что при норме дивидендов в 9% соответствует капитализации на 52% выше текущих значений.

**Но реально див выплаты за 2018 год растянуты, что как показывает практика приводит к снижению дивидендных пиков котировки. Выплата 44 млрд руб. за 1П оставляет на 2П 2018 ещё 52 млрд. согласно нашей модели. Выплаты за 2019 будут ниже 2018...**

Оценка через дивидендную доходность		2018
Чистая прибыль	млрд. руб.	133
ЕВГДА	млрд. руб.	194
Прогнозные дивиденды	млрд. руб.	96
Целевая дивидендная доходность	%	9,0%
Оценка капитализации'18	млрд. руб.	1 071
Текущая капитализация	млрд. руб.	706
Целевая цена акции	руб./акция	143
UPSIDE	%	52%

Источник: анализ команды Invest Heroes

## Оценка методом DCF

Оценка DCF-моделью, подтверждает upside потенциал в акциях Алросы. Модель DCF для компании основана на следующих предположениях:

Показатель	Значение	Обоснование
Средний курс USDRUB	63	В силу высокой политической неопределенности курс не прогнозируем на долгий срок
Средняя цена реализации карата	118\$	Анализ Bain
Уровень добычи 2018, тыс карат	36.6	Близок к заявленному в стратегии и соответствует существующим мощностям
Уровень инфляции	4%	Близкий к прогнозным значениям Банка России
Эффективная ставка налога	20%	Существующая в России ставка налога на прибыль организаций
Средневзвешенная стоимость кредитного портфеля	7.86%	Текущая стоимость, планов по реструктуризации долга менеджмент не высказывал
Ставка бесконечного роста (g)	2%	Нормальная ставка для добывающей компании с возможностями расширения
WACC	10.6%	Сохранится на текущем уровне структура и стоимость капитала
Справедливая стоимость акции	143 р	По оценке методом DCF

## Оценка методом форвардных мультипликаторов

Так как Алроса – крупная производственная компания, наиболее подходящим для оценки ее стоимости мы считаем мультипликатор EV/EBITDA.

Оценка по EV/EBITDA'18		2018
<b>EBITDA</b>	<b>млрд. руб.</b>	<b>194</b>
EV/EBITDA	x	4,9x
Оценка EV'18	млрд. руб.	956
Оценка Net Debt'18	млрд. руб.	19
Оценка капитализации'18	млрд. руб.	937
Текущая капитализация	млрд. руб.	706
<b>Целевая цена акции</b>	<b>руб./акция</b>	<b>125</b>
<b>UPSIDE</b>	<b>%</b>	<b>33%</b>

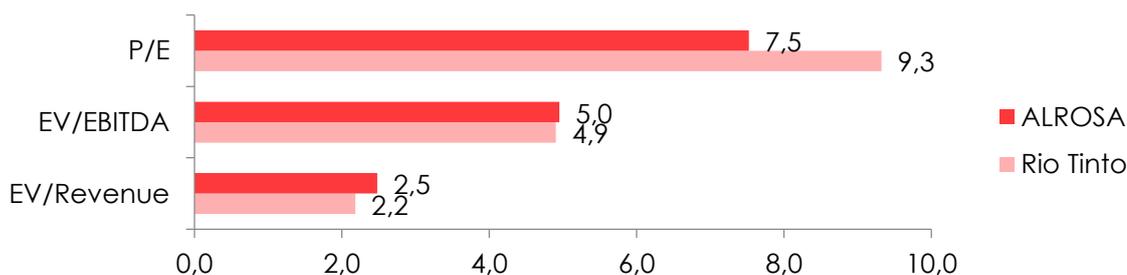
Источник: анализ команды Invest Heroes

Справедливая цена на основе спрогнозированных показателей на 2018 год – 125 р. Получается, что сейчас Алроса торгуется ниже справедливой стоимости, если смотреть по мультипликаторам. Важно отметить, что данная EBITDA сформирована не за счет наращивания добычи, а благодаря необычно высоким продажам запасов алмазов.

## Сопоставимые компании

Крупнейшие игроки в мировой добыче алмазов – Алроса, DeBeers, Rio Tinto и Catoca. DeBeers и Catoca – частные компании, поэтому мы не можем сопоставить их оценку с Алросой, зато можем сравнить Алросу и Rio Tinto. Несмотря на то, что компании в разных странах, рынок оценивает их достаточно близко, что лишний раз подтверждает – отрасль стабильна и предсказуема. Существуют и другие алмазодобывающие компании, однако капитализация самой ближайшей по показателям к Алросе в десятки раз ниже, поэтому они несопоставимы с ней.

### Форвардные мультипликаторы сопоставимых компаний



Источник: анализ команды Invest Heroes

**Выводы**

	DCF	Дивидендный подход	Мультипликаторы	ИТОГ:
<b>Цена</b>	143	143	125	137

Источник: анализ команды Invest Heroes

По итогам оценки тремя подходами мы видим, что компания создает более высокую долгосрочную ценность, чем стоит сейчас на рынке, что подтвердилось моделью DCF.

**Чувствительность целевой цены к внешним факторам**

	Цены за карат, \$					
	140	105,0	110,0	115,0	120,0	125,0
<b>Курс USD</b>	57	96	105	114	123	132
	60	106	115	124	134	143
	63	115	125	134	144	154
	67	127	137	148	158	169
	70	136	147	158	169	180

Источник: анализ команды Invest Heroes

**Растянность див выплат не даст бумаге сильно выстрелить (дивиденд >12 руб. единоразово давал бы такой эффект, но выплат будет две). Поэтому мы склоняемся к цели на уровне мультипликаторов (125 руб. за бумагу).**

**Изъятие «дополнительных доходов»**

10 августа стало известно о том, что в Правительстве займутся проработкой предложения Белоусова об изъятии части доходов экспортеров, полученных из-за макроэкономических условий, независящих от самих экспортеров.

Главная часть таких доходов – повышение выручки за счет ослабления рубля к доллару. В какой форме будет реализована инициатива неизвестно. Вот что произойдет с оценкой Алросы, если будут отбирать всю часть выручки, полученную от ослабления рубля:

	DCF	Дивидендный подход	Мультипликаторы	ИТОГ:
<b>Цена</b>	140	120	107	122

Источник: анализ команды Invest Heroes

Если же изъятие будет проводиться четко согласно письму – на сумму 47 млрд из EBITDA 2018 (этот вариант мы считаем маловероятным), то оценка снизится существенно:

	DCF	Дивидендный подход	Мультипликаторы	ИТОГ:
<b>Цена</b>	138	104	94	112

Источник: анализ команды Invest Heroes

Поскольку важная часть инвестиционной идеи – супердивиденды в 2018 году, изъятие части выручки снижает оценку и делает менее вероятным краткосрочный выстрел акций Алросы. Тем не менее, в долгосрочной перспективе бизнес остается все таким же высокомаржинальным и стабильным – как мы видим, оценка по DCF почти не снижается.

Курс USD	Цены за карат, \$					
	122	105,0	110,0	115,0	120,0	125,0
57		97	106	115	124	133
60		98	107	116	125	134
63		99	108	117	126	135
67		98	107	116	125	135
70		96	105	114	124	133

Источник: анализ команды Invest Heroes

Как видно из приведенной таблицы чувствительности, при изъятии дополнительных доходов у Алросы еще останется upside потенциал.

Вероятность принятия решения об изъятии в ближайшие месяцы очень низкая, поскольку такие проекты требуют глубокой проработки и проведения переговоров с бизнесом. Поэтому на дивиденды за первое полугодие 2018 данная угроза никак не влияет.

## ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобного рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения. Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Великобритании аналитический отчет адресован исключительно (1) лицам, находящимся за пределами Соединенного Королевства, либо (2) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое про- движение), а также (3) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.