

Российские акции / Информационные технологии

BUY

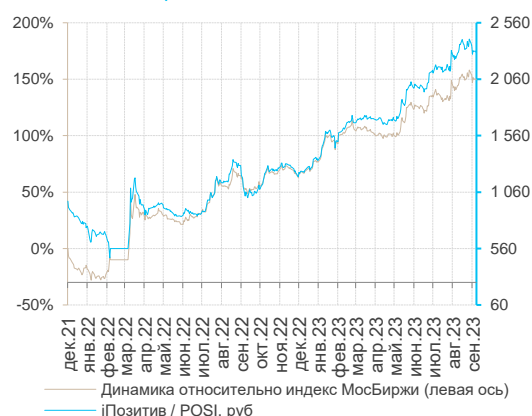
positive technologies

# Positive Technologies

## Кибербезопасные инвестиции

Positive Technologies	POSI
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	МОЕХ
Целевая цена	3 000 руб.
Текущая рыночная цена	2 340 руб.
Потенциал роста	28%
Инвестиционный горизонт	12-18 месяцев
Рекомендуемая доля в портфеле	10%
Капитализация	153 млрд руб.
Среднедневной оборот	143 млн руб.

Динамика котировок



Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчётный год	2022	2023П	2024П
<b>Финансовые показатели</b>			
Выручка, млрд руб.	13,8	21,8	30,8
Выручка, г/г	95%	58%	42%
ЕБИТДА, млрд руб.	6,8	9,9	13,9
ЕБИТДА, г/г	35%	45%	41%
Чист. прибыль, млрд руб.	6,1	9,0	12,6
Чистая прибыль, г/г	218%	47%	41%
<b>Коэффициенты и мультипликаторы</b>			
Рентабельность ЕБИТДА	50%	45%	45%
Чистый долг / ЕБИТДА	0,1x	0,1x	0,0x
P/E	25,1x	17,1x	12,1x
EV/ЕБИТДА	22,5x	15,6x	11,1x
<b>Дивиденды</b>			
Дивиденд на акцию, руб.	56,8	90,0	133,6
Див. доходность	2,4%	3,9%	5,8%

Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

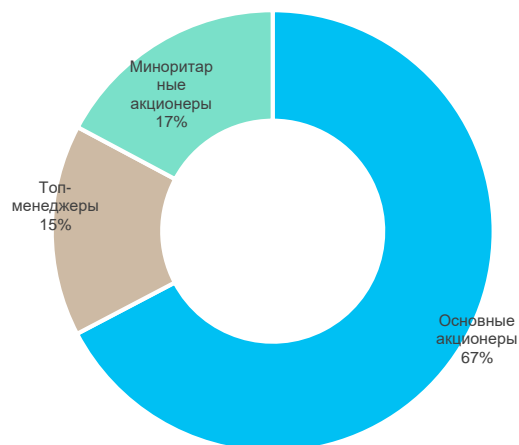
- Positive Technologies – ведущий российский разработчик программных продуктов для кибербезопасности. Компания более 20 лет работает с крупнейшими клиентами из основных отраслей российской экономики и является незаменимым поставщиком ПО для защиты ИТ-инфраструктуры от киберугроз.
- Бизнес Positive Technologies бурно развивается, существенно опережая динамику как российского, так и мирового рынка кибербезопасности. Среднегодовые темпы роста выручки в 2018-22 гг. превысили 50%, а чистой прибыли – более 100%. При этом, в 2022 году компания практически удвоила выручку, а чистая прибыль выросла более чем в 3 раза.
- Поскольку 2022 год стал переломным в парадигме бизнеса Positive Technologies (исход западных вендоров в результате санкций, беспрецедентный рост числа кибератак на российскую ИТ-инфраструктуру), замещение освободившегося рынка кибербезопасности и устойчивый запрос на автоматизацию, усиленные мерами государственной поддержки ИТ-сектора, будут способствовать кратному росту финансовых результатов компании в ближайшие годы.
- Широкий продуктовый портфель, высокий процент удовлетворенности и удержания клиентов (более 90%) в совокупности с текущим доминирующим положением в секторе ПО для корпоративной кибербезопасности позволяют компании генерировать высокую норму прибыли: маржа по ЕБИТДА в 2022 году превысила 50%, а по чистой прибыли – более 44%.
- По итогам обновления нашей модели оценки Positive Technologies (на основе результатов за 1п 2023 год и прогнозов на 2023 год, сдвига прогнозного периода и обновления макро предпосылок), мы поднимаем целевую цену акций POSI до 3000 руб., что подразумевает потенциал роста на уровне 28% к текущим котировкам и соответствует рекомендации «ПОКУПАТЬ».

### О компании

ПАО «Группа Позитив» (Positive Technologies) – частная российская ИТ-компания, один из крупнейших вендоров в области кибербезопасности. Входит в ТОП-15 крупнейших российских ИТ-компаний по версии Эксперт РА и ТОП-15 самых дорогих компаний Рунета по версии Forbes. По данным IDC, компания входит в тройку лидеров с наиболее впечатляющей динамикой роста продаж в сегменте решений для мониторинга событий информационной безопасности.

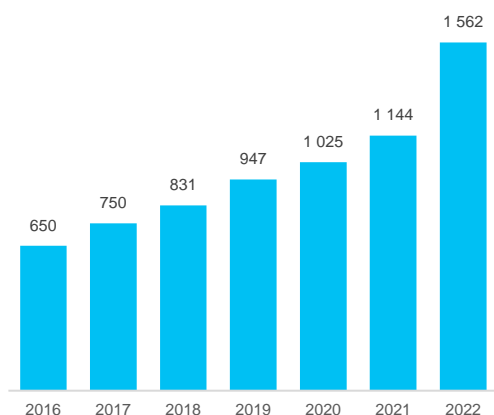
Помимо разработки программного обеспечения, Positive Technologies предоставляет услуги комплексного аудита информационной безопасности, оценки защищенности прикладных систем и web-приложений, поиска уязвимостей (bug bounty), тестирования на проникновение (в том числе так называемый «белый хакинг») и внедрения

Диаграмма 1. Структура акционеров Positive Technologies



Источники: данные компании (Сентябрь 2023)

Диаграмма 2. Динамика числа сотрудников Positive Technologies



Источники: данные, компании

процессов мониторинга информационной безопасности. Деятельность Positive лицензирована Министерством обороны России, ФСБ России и ФСТЭК России. На государственные органы приходится около 26% продаж.

В декабре 2021 г. Positive Technologies провела размещение на Московской бирже в режиме прямого листинга, предложив инвесторам около 10% акций. Незадолго до этого мажоритарные акционеры компании в качестве вознаграждения распределили часть акций среди своих сотрудников, которые внесли существенный вклад в развитие бизнеса. Московская биржа приняла решение о включении обыкновенных акций ПАО «Группа Позитив» в состав баз расчета Индекса акций широкого рынка, индекса средней и малой капитализации и отраслевого индекса информационных технологий с 16 сентября 2022 года.

В сентября 2023 года акции POSI вошли в основной индекс Московской биржи и РТС.

### Факторы инвестиционной привлекательности

- Уход западных вендоров и органический спрос на автоматизацию.** С началом СВО произошел кратный рост кибератак на российские ИТ-ресурсы, а в результате массового ухода западных вендоров их российские клиенты фактически лишились средств защиты. По оценкам ЦСР, в ближайшие 5 лет российский рынок кибербезопасности вырастет в 2,8 раза (+24% ежегодно) – с 193 млрд руб. до 559 млрд руб. Начиная с 2023 года, практически весь бюджет заказчиков на средства защиты информации в секторах B2G и B2B будет потрачен на продукцию российских вендоров. К тому же, реальный прогресс импортозамещения западных вендоров кибербезопасности в 2022 году произошел только на уровне 25-30%, и процесс активно продолжится в 2023-2025 годах, где нужно будет заместить долю около 30% рынка, по-прежнему принадлежащую иностранным вендорам. При этом адресный рынок решений и продуктов Positive Technologies может оцениваться как минимум в половину общего российского рынка кибербезопасности, что подразумевает кратный потенциал для роста бизнеса в ближайшие годы.
- Высокий потенциал международной экспансии.** Новые программные продукты Positive Technologies создаются в крайне агрессивной среде беспрецедентного числа кибератак со всего мира. Таким образом, решения компании проверены мировой практикой и имеют особый интерес со стороны зарубежных заказчиков и большие перспективы международной экспансии (рынки стран Азии, Латам, Африки). К тому же, в мире присутствует устойчивый спрос на решения альтернативные американских и китайским вендорам. По оценкам Центра стратегических разработок, в ближайшие 5 лет отечественные компании могут занять от 5% до 30% рынка кибербезопасности отдельных стран, целевой объем которого в 2026 году оценивается в \$40 млрд. Positive Technologies – прямой бенефициар данной возможности.
- Комплексный подход к вопросам кибербезопасности.** Продукты компании позволяют качественно подойти к решению потребностей заказчика, предложив консолидированную мультипродуктовую платформу, которая охватывает несколько векторов кибератак, а также располагает функциями аналитики и поддержки. Бизнес Positive Technologies направлен не просто на продажу ПО, а на реализацию конечного результата для клиента – реальную защиту от критических событий в области кибербезопасности
- Высокие издержки на переключение и репутация.** На данный момент достаточно сложно найти замену продуктам и услугам Positive Technologies, а переключение на альтернативного поставщика практически всегда приводит к серьезным нарушениям в работе систем ИТ-безопасности, и вдобавок может занять продолжительное время. В результате бизнес в большинстве случаев предпочитает сохранять долгосрочные отношения с Positive Technologies – так, Retention rate (уровень удержания клиентов) у компании составляет 94%, что является солидным результатом по меркам индустрии
- Нематериальный актив в виде экспертизы и базы знаний.** Создание программного обеспечения для целей корпоративной

кибербезопасности – сложные и дорогостоящие проекты, требующие значительных профессиональных и временных ресурсов в процессе разработки. Компания не только капитализирует свой многолетний опыт при создании новых программах продуктов, но и постоянно обновляет текущие решения, уже внедренные у клиента. Поэтому ценность базы накопленных данных Positive Technologies сложно переоценить.

- **Высокие регуляторные требования к кибербезопасности.** Жесткое регулирование и необходимость соответствия строгим государственным регламентам и стандартам в сфере кибербезопасности закрепляют конкурентные позиции Positive Technologies. Получение необходимых лицензий на разработку и производство средств защиты конфиденциальной информации, а также продление их действия, является длительным и дорогостоящим процессом, что является барьером для входа новых игроков.
- **Солидный потенциал дивидендных выплат.** Растущий профиль бизнеса Positive Technologies с выдающейся по всем меркам маржинальностью, солидной генерацией свободного денежного потока и низкой долговой нагрузкой, позволяет производить выплаты акционерам после всех необходимых инвестиций в R&D и масштабирование бизнеса. Данная комбинация является редкой для IT-компаний. Хотя Positive Technologies воспринимается прежде всего как «компания роста», потенциал дивидендных выплат в следующие несколько лет может стать существенным компонентом акционерного дохода.

Диаграмма 3. Продуктовый портфель, % по отгрузкам 1п 2023г

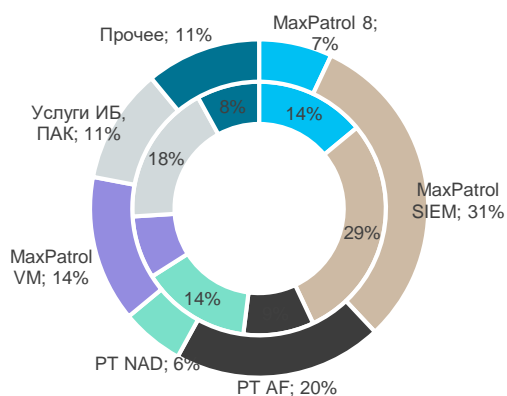
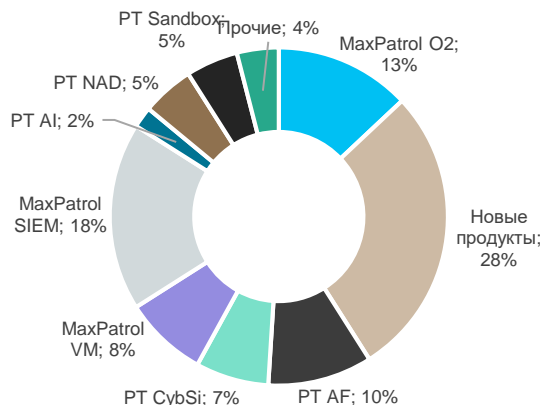


Диаграмма 4. Структура R&D по продуктам, 1п 2023 г



Источники: данные, компании, расчёты Открытие Research

### Продукты Positive Technologies

На текущий момент Positive Technologies имеет широкую линейку из 22 программных продуктов, а также активно инвестирует в создание новых и улучшение существующих продуктов. В 2023 году компания добавила еще 5 новых продуктов (по сравнению с 3 за 2022 год), а в ближней перспективе ожидается выход еще нескольких продуктов, в том числе, межсетевой экран нового поколения NGFW (Next Generation Firewall), а также PT NGFWPT Container Security, Облачный PT AF, PT EDR и EDR MaxPatrol HCC. Компания ускорила развитие новых продуктов и улучшение текущей линейки - объем инвестиций в R&D в 1п 2023 года составил 2,1 млрд рублей (+74% год к году). Причем бюджет R&D разделен примерно поровну на новые исследования и поддержание текущих продуктов.

В 2022 году прошел пилотные испытания передовой метапродукт MaxPatrol O2, а в 2023 году стартовали коммерческие продажи, что позволит сделать обеспечение кибербезопасности полностью автоматическим у ряда клиентов компании. Продажи MaxPatrol O2 предполагают реализацию проектов особого масштаба от 100 млн руб и особых требований к IT-инфраструктуре. Другим перспективным проектом является NGFW Next Generation Firewall - межсетевой экран нового поколения, крайне востребованный на российском рынке, коммерческий релиз которого планируется в конце 2024 года.

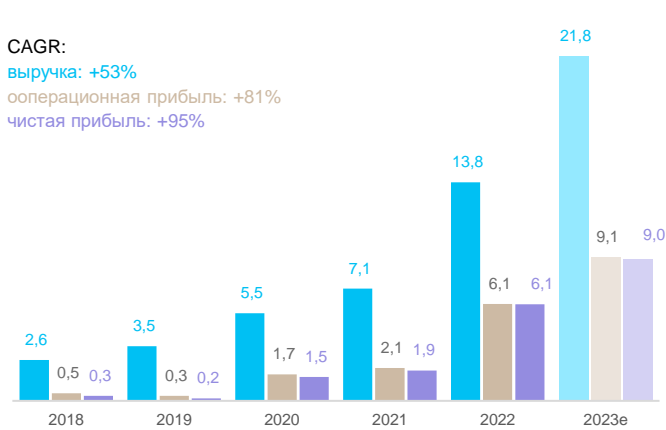
**Финансовые результаты**

За первые 6 месяцев 2023 г. бизнес Positive Technologies показал солидные результаты - компания увеличила объем отгрузок на 43% и до 4,6 млрд рублей (причем во втором квартале на 71%), валовая прибыль отгрузок увеличилась на 45% и составила 4,4 млрд рублей (99% от общего объема отгрузок). Доля новых отгрузок составила 51%, общее количество активных крупных корпоративных клиентов с действующими лицензиями увеличилось на 25% — до 1220. Во втором квартале 2023 года в продажу вышла коммерческая версия метапродукта MaxPatrol O2. Запущена новая версия MaxPatrol VM с модулем Host Compliance Control (HCC) и новая версия PT Sandbox

Менеджмент отмечает, что результаты деятельности компании за 1-ое полугодие 2023 г. соответствуют планам по удвоению бизнеса в этом году. Доля новых отгрузок в 51% свидетельствует как о расширении клиентской базы (+25% новых крупных корпоративных клиентов), так и об увеличении количества продуктов компании, приобретаемых существующими клиентами, что является безусловно положительным фактором в качественном развитии компании. Хотя убыток Positive Technologies за 1п 2023 г. составил 353 млн руб за счет активных инвестиций в R&D (+74% г/г), что полностью соответствует нормальному курсу и сезонности бизнеса (более 50% выручки компании приходится на 4-кв календарного года, а издержки распределены в течение года), показатель NIC - чистая прибыль (убыток) без учета капитализации расходов, который служит базой для расчета дивидендов по итогам года, оказался лучше ожиданий менеджмента и составляет по итогам первого полугодия минус 1,8 млрд рублей. При этом, чистая прибыль без учета корректировок в 2ом квартале составила около 95 млн руб. К тому же, долговая нагрузка компании чистый долг/EBITDA остается на скромном уровне 0,44x

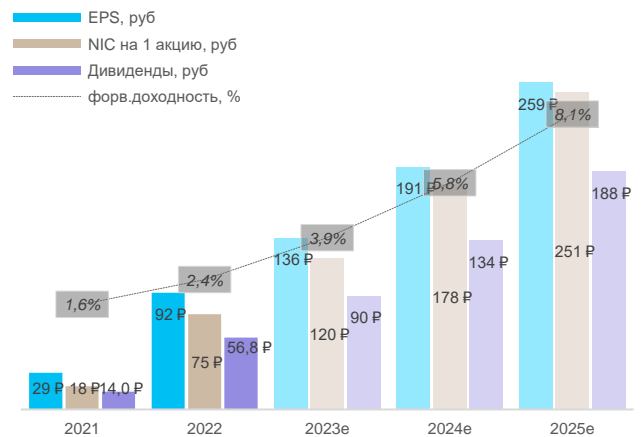
Сегодня бизнес Positive Technologies уже вышел на уровень, позволяющий производить дивидендные выплаты акционерам. В качестве базы для дивидендных выплат менеджмент ориентируется на управленческий показатель NIC – чистую прибыль, скорректированную на величину инвестиций в создание новых продуктов и покупку оборудования. Таким способом измеряется возможность компании распределять средства акционерам без ущерба для развития и финансового состояния компании. По итогам 2022 г. совет директоров Positive Technologies рекомендовал выплаты порядка 75% от показателя NIC, что составляет 3,75 млрд руб или 56,8 руб на акцию. Исходя из прогнозов по темпам роста бизнеса и наших ожиданий по операционной маржинальности, дивидендная доходность по итогам 2023 года может составить около 4% к текущей цене акций.

Диаграмма 5. Динамика финансовых результатов, млрд руб.



Источники: данные компании, расчёты Открытие Research

Диаграмма 6. Прогнозная динамика дивидендных выплат



**Оценка стоимости акций**

Для определения целевой цены акций Positive Technologies мы используем метод дисконтирования денежных потоков (DCF, см. Таблицу 1), так как полагаем, что это наиболее эффективный инструмент для отражения специфики бизнеса компании и ее конкурентных преимуществ.

По итогам обновления финансовой модели компании мы учли следующие изменения в оценке стоимости акций POSI методом DCF:

- финансовые результаты по за 1п 2023 г., которые оказались лучше наших ожиданий, а также ожидания менеджмента на 2023 год
- пересмотр оценки потенциала российских ИБ-продуктов на рынках дружественных стран в сторону повышения
- рыночные данные по доходностям ОФЗ, инфляции и проч.

В результате данных предпосылок сохраняем рекомендацию «ПОКУПАТЬ».

### Риски

- Замедление темпов роста выручки и клиентской базы компании вследствие усиления конкуренции с новыми вендорами программного обеспечения.
- Более медленный запуск новых более маржинальных программных продуктов способен негативно отразиться на динамике финансовых показателей компании.
- Замедление или проблемы с инвестированием в органические инновации и технологии может привести к снижению конкурентоспособности и потере доли рынка и действующих клиентов
- Правовые и регуляторные риски, в т.ч. неблагоприятные изменения в области лицензирования программных продуктов, также могут негативно отразиться на данной инвестиционном кейсе.
- Санкционное давление на Россию может вызвать инфраструктурную отсталость локальных заказчиков и, как следствие, снизить конкурентный потенциал компании при работе на внешних рынках

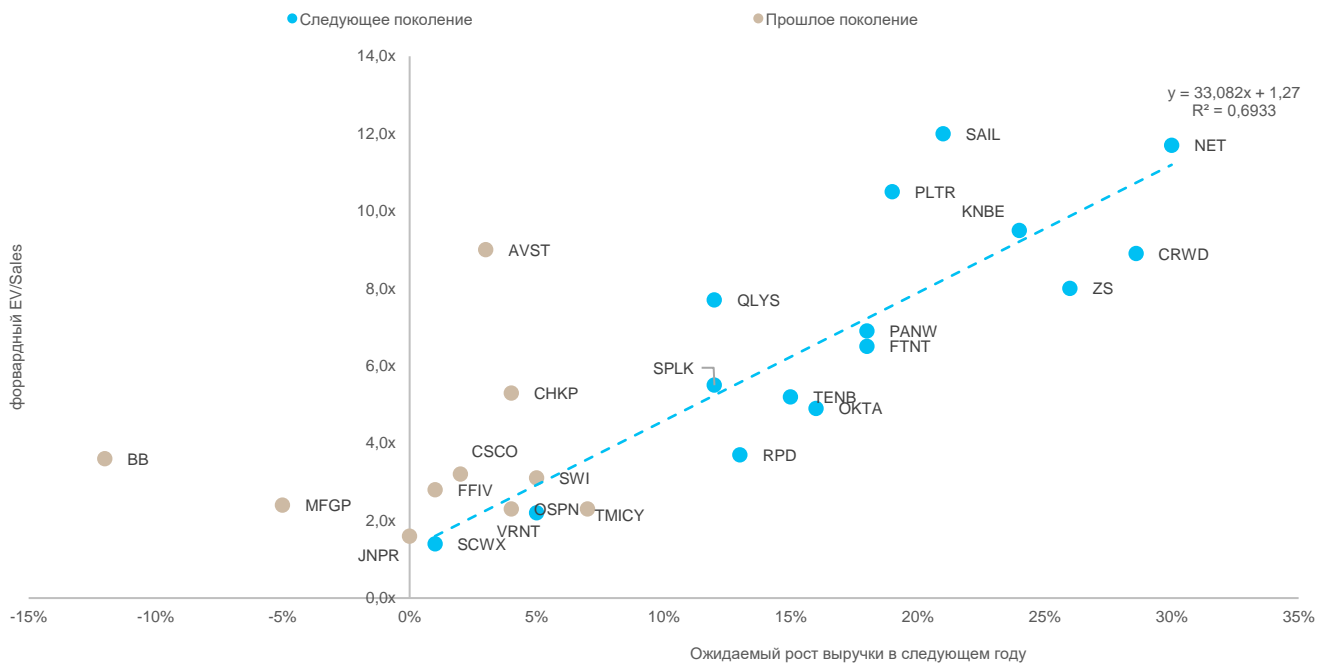
Таблица 1. Модель DCF для оценки стоимости акционерного капитала

млн руб., иное указано	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	CAGR 22-27
<b>Выручка</b>	3 451	5 522	7 076	13 775	21 754	30 792	39 239	49 159	58 356	<b>33%</b>
<i>рост, %</i>	34%	60%	28%	95%	58%	42%	27%	25%	19%	
<b>Операционная прибыль</b>	311	1 673	2 081	6 101	9 076	12 851	17 321	21 132	25 886	<b>34%</b>
<i>маржа, %</i>	9%	30%	29%	44%	42%	42%	44%	43%	44%	
<b>ЕБИТДА</b>	700	2 187	2 925	6 824	9 884	13 887	18 602	22 677	27 727	<b>32%</b>
<i>маржа, %</i>	20%	40%	41%	50%	45%	45%	47%	46%	48%	
<b>Чистая прибыль</b>	161	1 513	1 914	6 088	8 955	12 638	17 063	20 726	25 540	<b>33%</b>
<i>маржа, %</i>	5%	27%	27%	44%	41%	41%	43%	42%	44%	
<b>Операционный поток</b>	<b>1 227</b>	<b>1 256</b>	<b>2 073</b>	<b>4 250</b>	<b>7 342</b>	<b>10 739</b>	<b>16 064</b>	<b>21 986</b>	<b>24 747</b>	<b>42%</b>
<i>маржа, %</i>	36%	23%	29%	31%	34%	35%	41%	45%	42%	
<b>Создание НМА</b>	-837	-915	-1 093	-1 431	-2 276	-2 197	-2 232	-2 102	-2 423	
<i>рост, %</i>	1%	9%	19%	31%	59%	-3%	2%	-6%	15%	
<b>Приобретение ОС</b>	-61	-84	-128	-407	-179	-335	-427	-544	-693	
<i>рост, %</i>	-18%	38%	53%	218%	-56%	87%	27%	27%	27%	
<b>Свободный денежный поток (СДП)</b>	<b>329</b>	<b>257</b>	<b>852</b>	<b>2 412</b>	<b>4 887</b>	<b>8 207</b>	<b>13 406</b>	<b>19 340</b>	<b>21 630</b>	<b>55%</b>
<i>маржа, %</i>	10%	5%	12%	18%	22%	27%	34%	39%	37%	
<b>СДП на одну акцию</b>	<b>5 Р</b>	<b>4 Р</b>	<b>13 Р</b>	<b>37 Р</b>	<b>74 Р</b>	<b>124 Р</b>	<b>203 Р</b>	<b>273 Р</b>	<b>291 Р</b>	<b>51%</b>
<i>кол-во обыкновенных акций</i>	60	60	66	66	66	66	66	71	74	
<b>Период</b>					0,25	1,25	2,25	3,25	4,25	
<b>Фактор дисконтирования @ WACC</b>					0,96	0,82	0,72	0,66	0,61	
<b>Дисконт. СДП бизнеса в расчете на одну акцию</b>					<b>71 Р</b>	<b>102 Р</b>	<b>147 Р</b>	<b>179 Р</b>	<b>176 Р</b>	
<b>в расчете на 1 акцию</b>										
<b>Дисконтированный СДП бизнеса</b>									674	

Терминальная стоимость бизнеса	2 363
Справедливая стоимость бизнеса	3 036
подразумеваемый EV/EBITDA	<b>13,4x</b>
Чистый долг	-36
Справедливая стоимость 1 акции	<b>3 000 Р</b>
Текущая цена	2 340 Р
Upside	28%

Источники: расчёты Открытие Research

Таблица 2. Мультипликаторы для ключевых глобальных игроков из сектора кибербезопасности



Источники: расчёты Открытие Research

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>

Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Инвестиционный советник»**.

Открытие © 2023

АО «Открытие Брокер» (бренд «Открытие Инвестиции»), лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И 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 подобному 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. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в отчет изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

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.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями нормативно-правовых актов, предъявляемых к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

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 Соединенных Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Европейском Экономическом Союзе (ЕЭС) аналитический отчет может быть адресован исключительно лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ»). В Великобритании аналитический отчет может быть адресован исключительно (1) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), (2) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа, а также (3) лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ») в той части, в которой он формирует внутренний Закон Великобритании в силу Закона о выходе Великобритании из ЕЭС от 2018 года. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ  
[clients.open.ru](https://clients.open.ru)  
[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)  
[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>  
+7 (495) 777-34-87

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Алексей Павлов, PhD  
Начальник управления

Иван Авсейко  
Ведущий аналитик, российские акции

Владимир Малиновский  
Начальник отдела анализа долгового рынка

Андрей Кочетков, PhD  
Ведущий аналитик, глобальные исследования