



# Сбербанк

Company  
Note

**Держать**  
**Целевая цена – \$3.3**

**Пересмотр рекомендации**

**Аналитик: Ольга Беленькая**  
belenkayao@sovlink.ru

## Stock data

Ticker	Sber	M.Cap, \$ mn	63,897
Shares Ords '000	21,586,948	Free Float, %	40
Shares Pref '000	1,000,000	Free Float, \$ mn	25,558
Bid Ords, \$	2.93	Offer Ords, \$	2.99
Bid Prefs, \$	2.31	Offer Prefs, \$	2.37

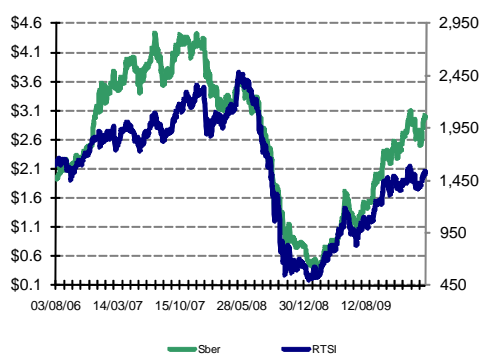
## Market performance

		1 month	6 months
Absolute	Ords	14.4%	47.5%
Relative to RTSI	Ords	7.2%	25.9%
Price range, \$			
High	Ords	3.08	3.10
Low	Ords	2.49	1.92

## Financials, 2010E

Assets, \$ mn	277,271	ROE	17.7%
Book Value, \$ mn	31,791	P/E	12.3
Net income, \$ mn	5,105	P/BV	2.0

**Динамика акций Сбербанка относительно индекса РТС**



Источник: РТС

• Мы пересмотрели целевую цену и рекомендацию по акциям Сбербанка на основании отчетности банка за 2009 г. (МСФО), итогов conference call, изменения горизонта прогнозирования и прогноза обменного курса рубля. **Наша оценка 12-месячной справедливой стоимости обыкновенных акций Сбербанка повышена с \$2.6 до \$3.3 за акцию, рекомендация «Держать».**

• Основные изменения в модели связаны с более консервативной оценкой роста кредитного портфеля в 2010 г. и более жесткими ожиданиями по сокращению чистой процентной маржи (NIM). Кроме того, мы продлили горизонт прогнозирования модели на 2012 г.

• В ходе телеконференции зампред правления банка А. Карамзин подтвердил прежний прогноз дальнейшего сокращения NIM в 2010 г. на 50-100 б.п., что является, по его мнению, вполне комфортным уровнем. Одновременно, вследствие слабого спроса реального сектора на кредит и резкого замедления инфляции, менеджмент снизил прогноз по росту кредитного портфеля на 2010 г. – с 10-15% до 10%.

• На наш взгляд, два эти фактора (опережающее снижение кредитных ставок по отношению к стоимости фондирования) и стагнация кредитного портфеля (при котором более доходные кредиты замещаются в структуре активов низкодоходными облигациями) предопределяют более заметное снижение чистой процентной маржи. Мы прогнозируем сокращение NIM в 2010 г. на 1.3 п.п. (с 8.2% до 6.9%, немного выше уровня 2007 г.) и дальнейшее сжатие показателя в 2011-2012 гг.

• Более жесткие прогнозы по чистому процентному доходу частично компенсируются более оптимистичными ожиданиями в отношении комиссионных доходов и отчислений в резервы.

• Менеджмент ожидает увеличения провизий с 10.7% до 12-14% кредитного портфеля с возможным незначительным снижением к концу года. Основной эффект от роспуска резервов будет виден в 2011 г. Наш прогноз на 2010 г. близок к прогнозам менеджмента. Однако мы закладываем более консервативные ожидания в отношении роспуска резервов. По нашему мнению, отношение провизии/кредиты будет постепенно снижаться как в результате погашения проблемных долгов, так и вследствие роста кредитного портфеля. Однако этот процесс будет происходить медленно, вследствие неопределенности сроков восстановления качества неработающих и реструктурированных банками кредитов. В 2010 г. мы ожидаем сокращения credit costs с 7.3% до 3.1% кредитного портфеля.

• В отношении операционных расходов менеджмент планирует продолжить сокращать численность персонала. Однако вынужденное сжатие расходов в 2009 году необходимо будет компенсировать в 2010 году – доведение оплаты труда до среднерыночного уровня, инвестиции в ИТ. Поэтому в следующем году менеджмент считает комфортным увеличение Cost/Income до уровня, немного выше 40%, а целевым среднесрочным уровнем считает 40%. Мы предполагаем, что в ближайшие 3 года показатель Cost/Income будет колебаться в пределах 40-45%.

• Мы корректируем прогноз чистой прибыли на 2010 г. с 129 до 150 млрд руб (прогноз менеджмента более 100 млрд руб), прогноз на 2011 г. практически не изменился (247 млрд руб). По отношению к восточноевропейским банкам по показателю P/E 10E Сбербанк торгуется с 16% дисконтом, а по P/BV 10E – с 22% премией. По прогнозным показателям 2011 г. дисконт по P/E составляет 34%, а по P/BV 6%.



Мы пересмотрели целевую цену и рекомендацию по акциям Сбербанка на основании отчетности банка за 2009 г. (МСФО), итогов conference call, изменения горизонта прогнозирования и прогноза обменного курса рубля.

Основные изменения в модели связаны с более консервативной оценкой роста кредитного портфеля в 2010 г. и более жесткими ожиданиями по сокращению чистой процентной маржи (NIM). Кроме того, мы продлили горизонт прогнозирования модели на 2012 г.

Надеемся, что в этом году будет запущена программа депозитарных расписок (с 15 марта для этого появились формальные основания, т.к. вступил в силу соответствующий приказ ФСФР). На наш взгляд, это позитивно отразится на инвестиционной привлекательности акций банка. Также, по нашему мнению, положительным было бы одобрение опционной программы банка, что повысило бы мотивацию менеджмента в достижении стратегических целей и увеличении рыночной капитализации.

### 1. Кредитный портфель и NIM

Как показала отчетность банка, в 4Q09 чистая процентная маржа сократилась на 50 б.п. по сравнению с 3Q, что оказалось хуже наших оценок и консенсус-прогноза. На динамику маржи оказало влияние опережающее снижение кредитных ставок во 2П09, прежде всего, по корпоративным кредитам. В ходе телеконференции зампред правления банка А. Карамзин подтвердил прежний прогноз дальнейшего сокращения NIM в 2010 г. на 50-100 б.п., что является, по его мнению, вполне комфортным уровнем.

Одновременно, вследствие слабого спроса реального сектора на кредит и резкого замедления инфляции, менеджмент снизил прогноз по росту кредитного портфеля на 2010 г. – с 10-15% до 10%. Мы принимаем этот прогноз как базовый, учитывая продолжающуюся стагнацию кредитования в банковском секторе и слабеющие надежды на его существенное оживление во 2П10. Основные сдерживающие факторы – балласт проблемных активов на балансах банков, дорогое фондирование и по-прежнему высокие кредитные риски, не позволяющие банкам снизить кредитные ставки до тех уровней, при которых платежеспособные предприятия сочли бы возможным привлекать банковские кредиты. Доступность альтернативных заимствований на более выгодных условиях (облигации, внешние займы) для надежных заемщиков также оказывает банкам плохую услугу в стремлении нарастить кредитный портфель.

На наш взгляд, два эти фактора (опережающее снижение кредитных ставок по отношению к стоимости фондирования) и стагнация кредитного портфеля (при котором более доходные кредиты замещаются в структуре активов низкодоходными облигациями) предопределят более заметное снижение чистой процентной маржи. Так, февральские данные по РСБУ демонстрируют сокращение NIM (по отношению к средней величине активов) с среднемесячных 7% во 2П09 до 5.9%. Хотя менеджмент пытается защитить процентную маржу за счет консервативной депозитной политики, мы предполагаем, что влияние снижения текущих депозитных ставок на стоимость портфеля частных вкладов будет происходить достаточно медленно. Кроме того, негативное влияние на NIM будет оказывать наиболее дорогой ресурс Сбербанка – субординированный кредит ЦБ на 500 млрд руб по ставке 8%. Впрочем, банк активно добивается либо снижения процентной ставки по этому кредиту, либо разрешения регулятора на его досрочное погашение в этом году; вполне вероятно, что какой-то из этих вариантов в конце концов будет принят. Тем не менее, **мы прогнозируем сокращение NIM в 2010 г. на 1.3 п.п. (с 8.2% до 6.9%, немного выше уровня 2007 г.) и дальнейшее сжатие показателя в 2011-2012 гг.**

Табл. 1 Прогноз чистой процентной маржи

	2009 (факт)	2010E	2011E	2012E
Старый прогноз	8.2%	7.0%	6.4%	-
Новый прогноз	8.2%	6.9%	6.3%	5.9%

Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк



**Табл. 2 Прогноз роста кредитного портфеля (gross)**

	2009 (факт)	2010E	2011E	2012E
Старый прогноз	3.1%	14%	17%	-
Новый прогноз	3.1%	10%	16%	18%

Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк

## 2. Комиссионный доход

Более жесткие прогнозы по чистому процентному доходу частично компенсируются **более оптимистичными ожиданиями в отношении комиссионных доходов**. Так, в 4Q банк по этому показателю превысил ожидания рынка, и по итогам года рост чистого комиссионного дохода составил 17% (мы ожидали 14%).

В соответствии с фактическими данными и ожиданиями дальнейшего улучшения динамики комиссионного дохода вследствие умеренного восстановления российской экономики, а также стратегии банка по увеличению продаж продуктов на одного клиента, мы корректируем в сторону повышения прогнозы чистого комиссионного дохода на 2010-2012 гг. Риски связаны с вероятным ужесточением банковской конкуренции по комиссионным тарифам, как по наиболее стабильному в настоящее время источнику операционного дохода. В частности, примером можно считать заявления ряда банков о намерении снизить комиссию по оплате ЖКХ после того, как решением правительства Москвы был отменен действовавший ранее порядок, при котором платежи через Сбербанк были бесплатными для плательщика, что означало безусловное конкурентное преимущество в этом сегменте.

**Табл. 3 Прогноз роста чистого комиссионного дохода**

	2009 (факт)	2010E	2011E	2012E
Старый прогноз	17%	14%	15%	-
Новый прогноз	17%	18%	20%	21%

Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк

## 3. Качество кредитного портфеля и резервы

Позитивным сюрпризом отчетности стало существенное замедление роста NPL в 4Q09. Показатель доли NPL на конец года (8.5%) оказался лучше консенсус-прогноза (9.5%) и наших ожиданий (9.4%). На конец года накопленные провизии превышают NPL в 1.25 раза.

Менеджмент ожидает увеличения провизий с 10.7% до 12-14% кредитного портфеля с возможным незначительным снижением к концу года. Основной эффект от роспуска резервов будет виден в 2011 г. Коэффициент покрытия резервами NPL будет оставаться на комфортном уровне.

Наш прогноз на 2010 г. близок к прогнозам менеджмента. Однако мы закладываем более консервативные ожидания в отношении роспуска резервов. По нашему мнению, отношение провизии/кредиты будет постепенно снижаться как в результате погашения проблемных долгов, так и вследствие роста кредитного портфеля. Однако этот процесс будет происходить медленно, вследствие неопределенности сроков восстановления качества неработающих и реструктурированных банками кредитов. В отличие от менеджмента, мы прогнозируем не изменение знака отчислений в резервы, а лишь существенное сокращение их уровня.

**Табл. 4. Провизии / кредиты**

	2009 (факт)	2010E	2011E	2012E
Старый прогноз	10.7%	12.6%	11.8%	-
Новый прогноз	10.7%	12.6%	11.8%	10.7%

Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк



**Табл. 5 Отчисления в резервы / Кредитный портфель (credit costs)**

	2009 (факт)	2010E	2011E	2012E
Старый прогноз	-7.3%	-3.5%	-1.1%	-
Новый прогноз	-7.3%	-3.1%	-1.0%	-0.8%

Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк

#### 4. Операционные расходы

По итогам 2009 г. рост административных и операционных расходов составляет 3%, а показатель Cost/Income сократился с 49% до 35%. При этом затраты на персонал за год сократились на 3%, а численность персонала – на 7.2%.

В ходе телеконференции А. Карамзин подтвердил, что банк планирует продолжить сокращать численность персонала. Однако вынужденное сжатие расходов в 2009 году (Cost/Income 35%) необходимо будет компенсировать в 2010 году – доведение оплаты труда до среднерыночного уровня, инвестиции в ИТ. Поэтому в следующем году менеджмент считает комфортным увеличение Cost/Income до уровня, немного выше 40% (low 40s), а целевым среднесрочным уровнем считает 40%.

Мы предполагаем, что в ближайшие 3 года показатель Cost/Income будет колебаться в пределах 40-45%.

#### 5. Обменный курс рубля

В прежней модели мы предполагали последовательное ослабление курса рубля к доллару, закладывая весьма консервативные допущения по ценам на нефть и движению капитала. Тем не менее, пока в среднесрочной перспективе основные факторы, влияющие на платежный баланс РФ (избыток дешевой ликвидности в мире, высокие цены на нефть, дифференциал внутренних и внешних процентных ставок) складываются в пользу значительного притока валюты в страну и укрепления рубля, сдерживаемого лишь вмешательством ЦБ. Прогноз на 2011-2012 гг. осложняется высокой степенью неопределенности влияния на рынки ожидаемого сворачивания антикризисной политики ведущими странами. Мы придерживаемся мнения, что при отсутствии серьезных внешних шоков в этот период цены на нефть умеренно скорректируются вниз, и укрепление рубля сменится его незначительным ослаблением.

**Табл. 6 Курс рубля на конец года, руб/\$**

	2009 (факт)	2010E	2011E	2012E
Старый прогноз	30.24	31.3	33.3	-
Новый прогноз	30.24	28.7	29.5	30.0

Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк

#### 6. Прогнозы чистой прибыли

На основании изложенных выше предположений, мы пересмотрели прогнозы чистой прибыли на 2010-2012 гг.

**Табл. 7 Прогноз чистой прибыли, млрд руб.**

	2009 (факт)	2010E	2011E	2012E
Старый прогноз	24.4	129.1	245.7	-
Новый прогноз	24.4	150.4	247.2	279.5

Источник – данные компании, прогнозы ИК Совлинк

Новые оценки чистой прибыли предполагают P/E10 на уровне 12.3 (консенсус-прогноз 13.8) и P/BV10 – на уровне 2.0 (консенсус-прогноз 2.1). Прогнозная рентабельность капитала (ROE) в 2010 г., по нашим оценкам, превысит 15%. Исходя из сопоставления с зарубежными аналогами, акции банка в целом справедливо оценены



рынком (Табл. 8). По отношению к восточноевропейским банкам по показателю P/E 10E Сбербанк торгуется с 16% дисконтом, а по P/BV 10E – с 22% премией. По прогнозным показателям 2011 г. дисконт по P/E составляет 34%, а по P/BV 6%.

**Табл. 8. Сравнительная оценка Сбербанка и аналогов по рыночным мультипликаторам**

Название банка	Мсрп, \$ mln	P/E 09	P/E 10E	P/E 11E	P/BV 09	P/BV 10E	P/BV 11E
<b>Наши предположения</b>							
SBERBANK	63,033	83.0	12.3	7.4	2.4	2.0	1.6
<b>Консенсус</b>							
SBERBANK	63,033	83.0	13.8	8.3	2.4	2.1	1.7
VTB	27,877	-	36.0	12.6	1.6	1.6	1.4
BANK VOZROZHDENIE	997	29.2	12.1	6.7	1.9	1.6	1.3
BANK ST PETERSBURG	983	268.1	15.1	6.1	1.5	1.4	1.2
<b>В среднем по России</b>		<b>81.2</b>	<b>13.8</b>	<b>8.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>
BANK PEKAO SA	15,140	17.8	16.3	13.4	2.4	2.3	2.1
KOMERCNI BANKA AS	7,713	13.4	12.6	11.0	2.3	2.1	1.9
BANK BPH	1,836	51.9	19.8	11.7	1.3	1.2	1.1
OTP BANK PLC	9,938	13.2	12.6	8.7	1.6	1.4	1.2
BRE BANK SA	2,591	50.0	16.2	10.4	1.9	1.6	1.4
<b>В среднем по Восточной Европе</b>		<b>19.6</b>	<b>14.7</b>	<b>11.4</b>	<b>2.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>
BANCO BRADESCO S.A.	54,366	11.6	9.4	8.1	2.2	1.8	1.6
ICICI BANK LTD	22,645	36.6	25.5	20.6	2.3	2.1	2.0
BANK OF CHINA LTD - H	147,669	11.3	9.3	8.0	1.8	1.6	1.4
BANCO DO BRASIL SA	42,564	10.7	9.5	8.4	2.2	1.8	1.6
AKBANK T.A.S.	17,897	10.4	10.1	8.9	2.0	1.7	1.6
<b>В среднем по развивающимся рынкам BRC</b>		<b>10.1</b>	<b>9.2</b>	<b>7.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
BARCLAYS PLC	64,536	15.7	11.1	7.9	0.9	0.9	0.8
HSBC HOLDINGS PLC	177,142	20.5	15.2	10.6	1.5	1.4	1.3
CREDIT SUISSE GROUP AG-REG	59,084	8.8	8.9	7.9	1.6	1.5	1.3
LLOYDS BANKING GROUP PLC	62,272	-	-	10.9	0.8	0.9	0.8
UBS AG-REG	54,699	-	12.1	9.0	1.5	1.4	1.2
STANDARD CHARTERED PLC	54,380	15.7	13.8	11.7	2.2	1.8	1.7
ROYAL BANK OF SCOTLAND GROUP	37,439	-	-	15.4	0.6	0.7	0.7
<b>В среднем Западная Европа</b>		<b>13.7</b>	<b>11.6</b>	<b>10.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>

Источник – Bloomberg, оценки ИК Совлинк



## Оценка справедливой стоимости акций

Мы оцениваем справедливую стоимость акций Сбербанка на основе модифицированной модели Гордона (целевого P/BV) ( $P/BV = (ROE-g) / (r-g)$ ). При этом мы по-прежнему прогнозируем, что в постпрогнозном периоде темп роста (g) составит 6%, рентабельность акционерного капитала (ROE) – 20%, а ставка дисконтирования - 13%.

млн. долларов

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Акционерный капитал	25,959	25,533	25,733	31,791	38,530	46,379
Чистая прибыль	4,165	3,940	770	5,105	8,496	9,396
Стоимость собственного капитала					13.00%	13.00%

Доходность капитала будущих периодов	20.0%
Рост в будущие периоды	6.0%
Целевой P/BV-2012	2.0
Справедливая стоимость собственного капитала (P-2012), \$ млн.	92,757
Ставка дисконтирования	13.00
<b>Справедливая стоимость собственного капитала на конец 2010г., \$ млн</b>	<b>72,643</b>
Обыкновенные акции, млн.	21,587
Привилегированные акции, млн.	1,000
Всего акций	22,587
Справедливая цена 1 об. акции на конец 2010г., \$	3.22
Справедливая цена 1 об. акции через 12 мес., \$	3.31

**Таким образом, мы повышаем нашу оценку 12-месячной справедливой стоимости акций Сбербанка с \$2.6 до \$3.3 за акцию, рекомендация «Держать».**

Итого, Справедливая цена 1 об. акции, 12-мес \$:	<b>3.31</b>
Рыночная стоимость 1 об. Акции (22.03.2010 г.)	<b>2.96</b>
Потенциал роста, %	<b>11.8%</b>
Рекомендация	<b>«Держать»</b>



**Приложение 1.**

**Прогнозные финансовые результаты (базовый сценарий)**

**Баланс, млн руб**

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Денежные средства и эквиваленты	242,231	803,749	725,521	795,767	915,133	849,243
Обязательные резервы	56,790	7,643	40,572	77,621	90,750	171,203
Ценные бумаги	503,339	493,678	1,064,135	1,273,228	1,372,699	1,486,175
Кредиты, предоставленные другим банкам	5,071	2,756	10,219	11,937	9,151	21,231
Кредиты и авансы клиентам	3,921,546	5,077,882	4,864,031	5,318,143	6,213,190	7,404,416
Основные средства	146,850	251,478	249,881	262,603	292,842	329,082
Прочие активы	52,981	99,296	150,707	218,374	257,560	354,187
<b>Итого активы</b>	<b>4,928,808</b>	<b>6,736,482</b>	<b>7,105,066</b>	<b>7,957,674</b>	<b>9,151,325</b>	<b>10,615,537</b>

Банковские кредиты и депозиты	80,321	302,539	61,067	54,521	53,807	
Депозиты частных лиц	2,681,986	3,112,102	3,578,917	4,133,649	4,795,033	
Средства предприятий и организаций	1,195,634	1,683,130	1,598,974	1,758,871	1,969,935	
Собственные долговые инструменты	163,827	138,902	109,921	136,301	153,734	
Прочие заимствования	112,025	159,080	157,022	171,971	153,734	
Субординированные займы	25,064	536,221	553,370	553,370	553,370	
Прочие обязательства	32,754	54,346	47,425	21,608	7,088	

<b>Итого обязательства</b>	<b>4,291,611</b>	<b>5,986,320</b>	<b>6,106,696</b>	<b>6,815,067</b>	<b>7,686,702</b>	
----------------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	--

<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>637,197</b>	<b>750,162</b>	<b>764,516</b>	<b>880,690</b>	<b>1,101,853</b>	
----------------------------------	----------------	----------------	----------------	----------------	------------------	--

**Отчет о прибылях и убытках, млн руб**

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Процентный доход по кредитам клиентам	383,320	582,207	752,647	722,389	769,639	843,640
Процентный доход по ценным бумагам	36,234	32,214	54,174	75,964	83,347	85,766
Процентный доход по кредитам банкам	9,112	5,531	8,141	886	738	911
Расходы на выплату процентов	-175,905	-241,795	-312,245	-321,375	-358,906	-400,744
<b>Чистый процентный доход</b>	<b>252,761</b>	<b>378,157</b>	<b>502,717</b>	<b>477,864</b>	<b>494,818</b>	<b>529,573</b>
Резервы на покрытие убытков по кредитам	-17,633	-97,881	-388,932	-174,703	-65,152	-57,377
<b>Чистый процентный доход после создания резервов</b>	<b>235,128</b>	<b>280,276</b>	<b>113,785</b>	<b>303,161</b>	<b>429,666</b>	<b>472,197</b>
Комиссионный доход	65,875	86,194	101,089	119,264	143,117	173,171
<b>Операционная прибыль</b>	<b>335,513</b>	<b>360,524</b>	<b>259,141</b>	<b>449,425</b>	<b>601,783</b>	<b>674,368</b>
Операционные расходы, в т.ч. расходы на персонал	-195,764	-221,739	-229,277	-261,376	-292,741	-324,942
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>139,749</b>	<b>138,785</b>	<b>29,864</b>	<b>188,049</b>	<b>309,042</b>	<b>349,426</b>
Налог на прибыль	-33,260	-32,175	-5,468	-37,610	-61,808	-69,885
<b>Чистая прибыль</b>	<b>106,489</b>	<b>97,746</b>	<b>24,396</b>	<b>150,440</b>	<b>247,233</b>	<b>279,540</b>



## Основные финансовые коэффициенты

	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F
P/E	15.34	16.22	82.98	12.52	7.52	6.80
P/BV	2.5	2.5	2.5	2.0	1.7	1.4
ROE	22.1%	15.3%	3.0%	17.7%	24.2%	22.1%
ROA	2.5%	1.8%	0.3%	2.0%	2.9%	2.8%
Рентабельность доходных активов	11.2%	12.0%	13.3%	11.6%	10.9%	10.3%
Стоимость привлечения пассивов	-4.8%	-4.7%	-5.1%	-4.8%	-4.8%	-4.7%
Чистый процентный спред	6.4%	7.3%	8.1%	6.7%	6.1%	5.6%
Cost/Income	55.4%	48.4%	35.4%	41.9%	43.9%	44.4%
Чистая процентная маржа	6.6%	7.3%	8.2%	6.9%	6.3%	5.9%

Источник - данные компании, оценки ИК Совлинк



## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	“Справедливая цена” на уровне или ниже текущего курса

## ООО СОВЛИНК

**Тел.: +7 495 967 1300**

**Факс: + 7 495 967 1311**

**Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,**

**Москва 119019, Россия**

**[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)**

**[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)**

©2010г., ООО “СОВЛИНК”. Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация (“Информация”) не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО “СОВЛИНК” или иных согласованных с ООО “СОВЛИНК” лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО “СОВЛИНК” по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО “СОВЛИНК” не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО “СОВЛИНК” могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо(а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО “СОВЛИНК” не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО “СОВЛИНК” будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.