

**Аналитики:****Ольга Беленькая**helenkayao@sovlink.ru**Екатерина Трипотень**tripoten@sovlink.ru**Александр Чесноков**Chesnokov@sovlink.ru**Стратегия на 3Q10 –
«Штормовое предупреждение: ищем точку опоры»**

Оставаясь одним из наиболее дешевых среди emerging markets по показателю P/E, российский рынок пока не готов реализовать потенциал роста из-за возросших рисков замедления глобальной экономики и дестабилизации финансовых рынков. В памяти инвесторов еще свежи воспоминания лета-осени 2008 г. и, хотя признаков вероятного повторения этого сценария пока немного, наиболее характерной реакцией становится постепенный выход из рискованных активов в защитные инструменты, на что указывает продолжающееся укрепление доллара, иены и швейцарского франка, а также исторические максимумы цен на золото.

В то же время на фоне общей слабо негативной динамики основных фондовых индексов за последние полгода (ММВБ -3.8%, РТС -6.4%) индекс акций второго эшелона (RTS-2) прибавил более 13%. С момента начала активного восстановления рынка, РТС-2 заметно опережает РТС.

На наш взгляд, негативная реакция рынков во многом объясняется резким переломом ожиданий восстановления мировой экономики. Исходя из ряда негативных процессов в Европе, США и отчасти в Китае, оптимизм в отношении V-образного выхода из рецессии, упорно навязывавшийся рынку с середины прошлого года как основной сценарий, быстро теряет популярность. Однако новых данных для пересмотра прогнозов (как на макроуровне, так и на уровне отраслей и компаний) пока недостаточно. В связи с этим рынок лихорадочно пытается понять, как должны измениться предположения и прогнозы, заложенные в модели оценки активов, и как это должно отразиться на ценах. Это во многом объясняет повышенную чувствительность рынка к негативным новостям, высокую волатильность, отсутствие общего понимания будущего тренда.

В этой связи сопоставление ухудшающихся ожиданий с фактическими свежими данными (макростатистика, квартальные отчеты компаний, прогнозы менеджмента относительно спроса и финансовых результатов) должно быть особенно важно для рынка. Таким образом, в 3Q10 рынок должен получить информацию, минимально необходимую для пересмотра среднесрочных прогнозов, что позволит более адекватно отразить новые ожидания в ценах активов.

В центре внимания рынков в первый месяц 3Q10 будет по-прежнему долговой кризис в Европе, стресс-тесты банков, квартальные отчеты в США.

Ключевые события июля:

- начало сезона квартальной корпоративной отчетности в США (середина июля)
- результаты стресс-тестов крупнейших европейских банков (вторая половина месяца)
- погашение гособлигаций Испании (всего 24.8 млрд евро, крупнейший выпуск 16.2 млрд евро, 30 июля)
- первая оценка ВВП США за 2Q10 (30 июля)

Исходя из ситуации в мировой экономике и финансах, **внешний фон пока не располагает к устойчивому росту рынков.** Мы полагаем, что дальнейшее развитие ситуации может происходить по 3 сценариям.

В **инерционном сценарии** мы предполагаем, что замедление темпов восстановления глобальной экономики будет компенсироваться более длительным периодом стимулирующей денежной политики со стороны крупнейших мировых банков. Таким образом, влияние этих факторов на сырьевые и финансовые рынки будет в основном балансировать друг друга, и на рынках будет преобладать боковое движение с высокой волатильностью. Поддерживающими факторами для России можно считать комфортные (пока) цены на нефть и низкие показатели долговой нагрузки государства.

В **оптимистичном сценарии** мы ожидаем, что, несмотря на проблемы, восстановление глобальной экономики продолжится. При этом центробанки и правительства примут меры как по дальнейшему увеличению ликвидности, так и по восстановлению рыночного доверия (стресс-тесты банков, помощь в



рекапитализации, в случае необходимости расширение выкупа у банков проблемных активов). В этом случае можно будет говорить о возобновлении роста рынков, увеличении спроса на рискованные активы и преимущественно инфляционном сценарии, при котором в выигрыше оказываются commodities и акции. Именно в этом случае российский рынок, как наиболее дешевый среди EM и наиболее привязанный к сырьевым рынкам (наряду с канадским, австралийским), имеет наибольшие шансы на внимание инвесторов.

В **пессимистичном** сценарии нельзя исключать нового существенного ухудшения внешней конъюнктуры. Детонатором может стать финансовый кризис, вызванный проблемами одного или нескольких крупных европейских банков, либо признаки срыва неустойчивого посткризисного восстановления экономики. В этом сценарии можно ожидать повторения бегства инвесторов из рискованных активов в защитные валюты и золото. Для России такой сценарий означает риск повторения ситуации 2008 г. – с существенно более низким запасом прочности бюджета, но более капитализированной и подготовленной банковской системой.

В условиях роста неопределенности на мировых рынках и пока относительно комфортных условий для умеренного роста российской экономики мы рекомендуем фокусироваться на **защитных секторах, отраслях с продолжающейся реорганизацией и компаниях с высоким среднесрочным потенциалом роста.**

В число **рекомендуемых секторов** входят:

- 1. Электроэнергетика.** В случае продолжения восстановительного роста российской экономики и сопутствующего ему повышения спроса на электроэнергию более предпочтительными должны стать акции наиболее эффективных генерирующих компаний. Основные драйверы – предпоследний этап либерализации рынка электроэнергии с 1 июля, первые аукционы в рамках рынка мощности, активизация инвестиционного процесса. В выигрыше от перехода на рыночные отношения окажутся наиболее эффективные генераторы. Наш **фаворит** в секторе – **Красноярская ГЭС**, которая недооценена не только по отношению к западным аналогам, но и к российским. Также привлекательными выглядят акции **Иркутскэнерго**. Акции сетевых компаний – ФСК, МРСК, - в ближайшее время будут находиться под давлением из-за неопределенности, порожденной намерением правительства ограничить рост тарифов, а также срывов срока перехода на новую систему регулирования в отдельных регионах. Наша **top pick** в этом сегменте – **Томская распредкомпания**, которая в наименьшей степени подвержена риску пересмотра параметров RAV. В то же время, в случае резкого ухудшения ситуации в экономике, которое будет сопровождаться падением спроса на электроэнергию и цен на свободном рынке, инвестиции в акции сетевых компаний, чьи доходы защищены тарифами, будут выглядеть более привлекательными. В этом случае мы бы советовали делать ставку на компании, которые максимально продвинулись в переходе на RAV.
- 2. Банковский сектор.** В ближайшие месяцы банковские бумаги могут находиться под давлением, но привлекательны для среднесрочных инвестиций. Основные идеи - начавшийся рост кредитования экономики, стабилизация качества кредитных портфелей, улучшение финансовых результатов. Важными для сектора будут отчеты банков за 1П10 (МСФО), ожидаемые в августе-сентябре, и прогнозы менеджмента в ходе conference calls. Они должны показать, пройден ли пик кредитного кризиса и давления на маржу со стороны снижающихся кредитных ставок, начался ли устойчивый рост кредитования, оправданы ли в целом позитивные ожидания рынка в отношении 2П10. Хотя сектор нельзя рассматривать как защитный, поскольку банки наиболее подвержены влиянию мировых финансовых рынков, мы считаем текущие ценовые уровни банковских акций привлекательными при сохранении базовых прогнозов в отношении российской экономики. Наша **top pick** в секторе – **акции Сбербанка**. По итогам года у банка ожидается рекордная прибыль, у него лучшие в секторе показатели чистой процентной маржи, ликвидности, большой запас достаточности капитала, минимальная уязвимость к турбулентности на финансовых рынках. Благодаря возможности привлекать наиболее дешевые заимствования, Сбербанк находится в наиболее выгодной позиции в условиях жесткой конкуренции банков за заемщиков. Среди акций

второго эшелона рекомендуем **БСПб**, один из наиболее дешевых банков по рыночным мультипликаторам.

3. **Телекомы.** В отрасли продолжается процесс реорганизации, который должен завершиться к апрелю 2011 г. Сейчас волатильность на рынке сведена к минимуму - текущие ценовые уровни по обыкновенным акциям в целом соответствуют ценам выкупа, а по привилегированным акциям ниже в среднем на 15%. Мы считаем, что от падения цены акций защищены ценой выкупа примерно до середины августа (дата окончательного предъявления акций к выкупу). В то же время дисконт по отношению к цене выкупа и ожидания дивидендов по итогам 9М10 могут создать возможность для арбитража, которая может проявиться ближе к осени (когда будут объявлены результаты по РСБУ и можно будет уточнить прогнозы по дивидендам).
4. Помимо этих секторов, мы обращаем внимание на ряд **Small Caps** в **инфраструктурных отраслях**, связанных с участием предприятий в реализации ФЦП, и в **АПК**. В инфраструктурных компаниях фактором поддержки выступает госзаказ, а АПК мы рассматриваем как защитный сектор с хорошими среднесрочными перспективами. Среди наших **top picks** в бумагах малой капитализации **Волгомост, Трест Гидромонтаж, Камгэсэнергострой, Разгуляй и Находкинская база морского рыболовства.**

Наши top picks по акциям

Company	Market Price, \$	Target Price, \$	Upside, %	Recom.	Price chg, %	
					YTD	1 month
Financials						
SBER	2.345	3.4	45%	BUY	-16.7%	3.6%
STBK	2.7	4.7	76%	BUY	-5.5%	-13.3%
Utilities						
KRSG	2.23	3.95	77%	BUY	40.9%	4.8%
TORS	0.016	0.026	63%	BUY	46.8%	-2.0%
KRKO	0.65	0.99	52%	BUY	18.7%	-3.7%
Infrastructure						
TRGM	0.23	0.47	103%	BUY	-11.5%	-8.1%
Food						
NBAM	68	100	47%	BUY	17.2%	0.7%
GRAZ	1.3	2.1	62%	BUY	-12.8%	0.0%

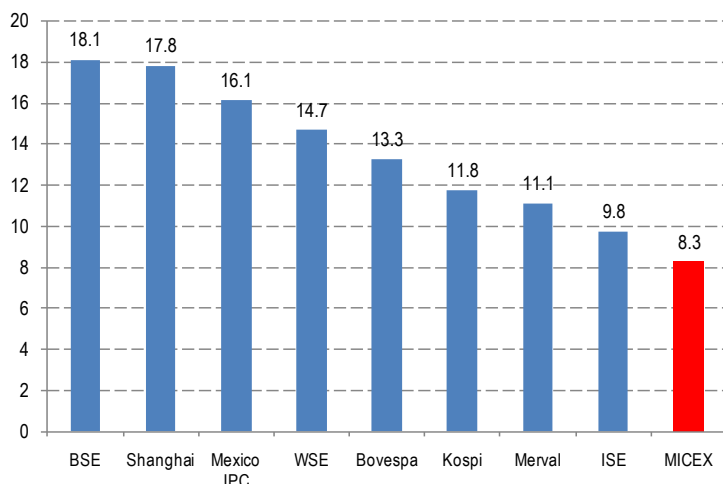
* - в ожидании отчетов за второй квартал

Российский рынок – дешев, но пока не готов к росту

1П10 российские фондовые индексы завершили в слабо-негативной зоне, изменения котировок происходили в боковом диапазоне с высокой волатильностью. Апрельские посткризисные максимумы (1530 п. по индексу ММВБ) сменились глубокой коррекцией в мае на фоне значительного ухудшения ситуации на внешних рынках. После частичного восстановления, с середины июня на рынке вновь преобладает тенденция к снижению вслед за мировыми индексами, поддержку оказывает лишь нефть, удерживающаяся выше \$70/барр.

Оставаясь одним из наиболее дешевых среди emerging markets по показателю P/E (рис. 1), российский рынок пока не готов реализовать потенциал роста из-за возросших рисков замедления глобальной экономики и дестабилизации финансовых рынков. В памяти инвесторов еще свежи воспоминания лета-осени 2008 г. и хотя признаков вероятного повторения этого сценария пока немного, наиболее характерной реакцией становится постепенный выход из рискованных активов в защитные инструменты, на что указывает продолжающееся укрепление доллара, иены и швейцарского франка, а также исторические максимумы цен на золото.

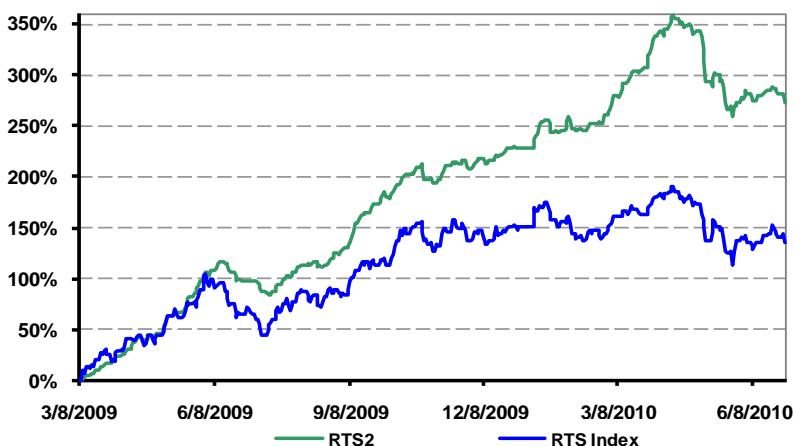
Рис. 1. Российский фондовый рынок в сравнении с другими EM (P/E)



Источник – Bloomberg

В то же время на фоне общей слабо негативной динамики основных фондовых индексов за последние полгода (ММВБ -3.8%, РТС -6.4%) индекс акций второго эшелона (RTS-2) прибавил более 13%. С момента начала активного восстановления рынка, РТС-2 заметно опережает РТС.

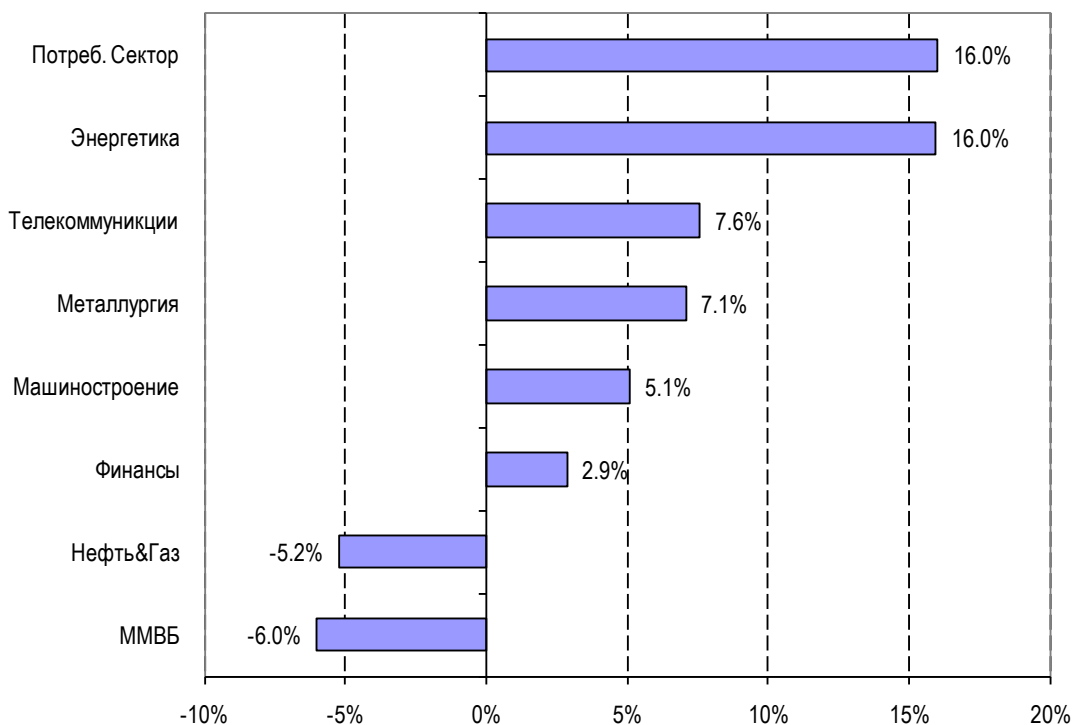
Рис. 2 Индекс РТС vs РТС-2 в 1П10



Источник - РТС

В отраслевом разрезе (Рис. 3) явно лидировали отрасли, ориентированные на внутренний спрос (электроэнергетика, ритейл, телекомы). Металлургия и финансовый сектор потеряли большую часть роста, накопленного с начала года, а нефтегазовый сектор увел индекс ММВБ в негативную зону.

Рис. 3 Изменение отраслевых индексов в 1П10



Источник - ММВБ

В центре внимания рынков в первый месяц 3Q10 будет по-прежнему долговой кризис в Европе, стресс-тесты банков, квартальные отчеты в США.

Ключевые события июля:

- начало сезона квартальной корпоративной отчетности в США – середина июля
- результаты стресс-тестов крупнейших европейских банков (вторая половина месяца)
- погашение гособлигаций Испании (всего 24.8 млрд евро, крупнейший выпуск 16.2 млрд евро гасится 30 июля)
- первая оценка ВВП США за 2Q10 – 30 июля

Внешний фон остается весьма проблемным, что представляет сейчас основную угрозу для финансовых рынков.

Мировая экономика

Европа – множественность рисков

На наш взгляд, европейская экономика испытывает сейчас влияние не одного, а нескольких, очень серьезных факторов риска. Рынок активнее всего обсуждает тему бюджетных дефицитов и долговой нагрузки. Между тем, европейский долговой кризис неоднороден – как отмечает Н. Рубини, для Греции и Италии это кризис госфинансов, а для Испании, Ирландии, Великобритании – кризис долгов банковского сектора. Сложность проблем объясняется тем, что страны периферии Европы перегружены долгами (как государственными, так и частными), кредиторами по которым являются банки до сих пор считавшихся благополучными Германии, Франции, Британии.



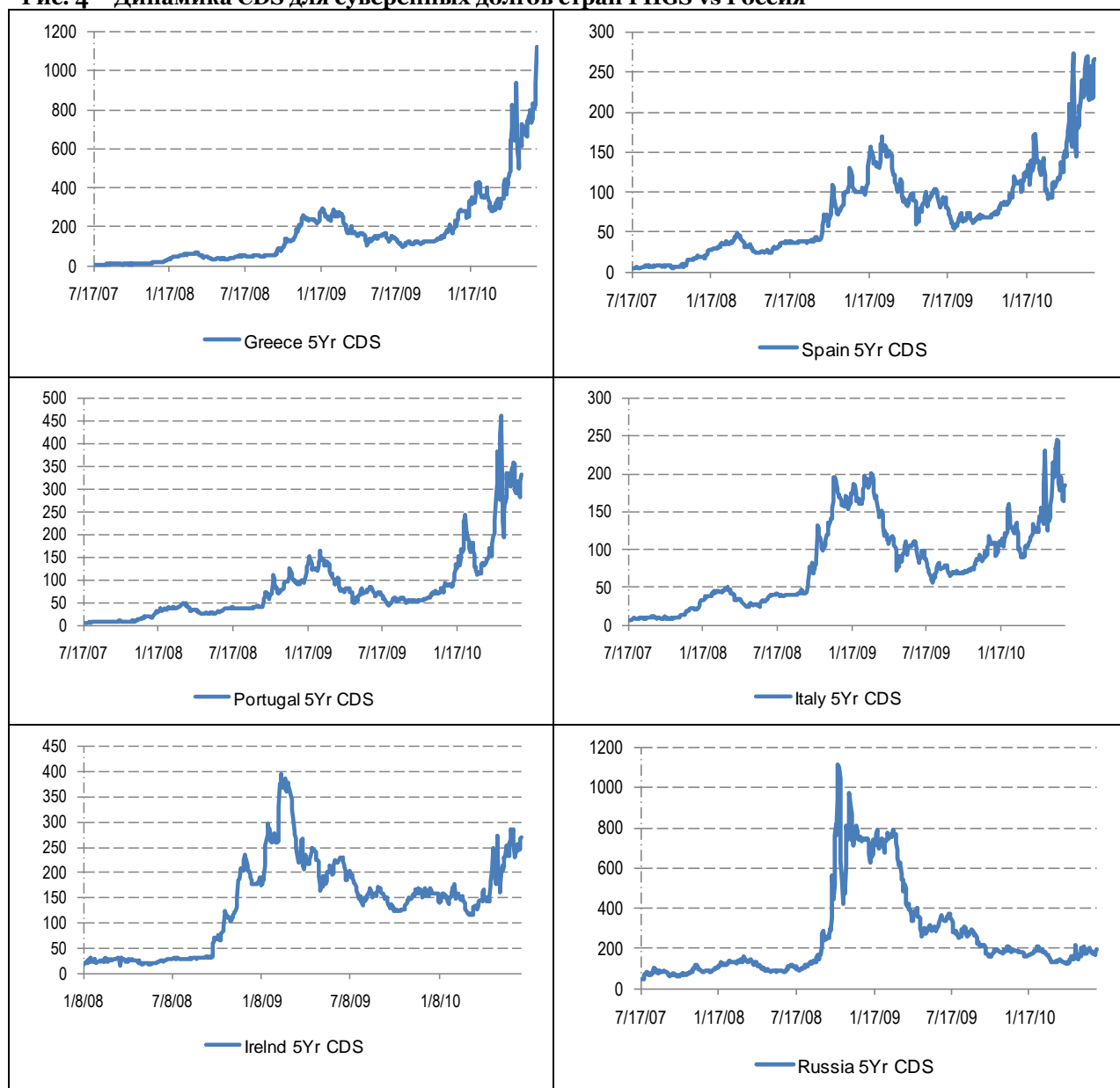
Рост рисков дефолта по суверенным и частным долгам стран PIIGS порождает кризис доверия. И, несмотря на избыток ликвидности, в условиях непрозрачности рисков контрагентов банки уже выбирают наиболее надежные инструменты, в результате чего доступность долгового финансирования сокращается. Так, депозиты европейских банков в ЕЦБ в середине июня обновили максимумы (384 млрд евро), при этом член совета ЕЦБ К. Нойер заявил, что некоторые банки Европы сталкиваются с трудностями при привлечении оптового финансирования (и вынуждены привлекать краткосрочные ресурсы в ЕЦБ). Пока ситуация остается под контролем – в последний день июня европейские банки привлекли у ЕЦБ лишь около 130 млрд евро по вновь открытой линии экстренного кредитования, что оказалось вдвое ниже ожиданий рынка. Однако неопределенность в отношении возможных потерь банков может спровоцировать новую волну банковского кризиса, которая неизбежно отразится и на реальной экономике. Спасение банковской системы потребует от стран еврозоны увеличения и без того высоких показателей госдолга и бюджетного дефицита.

Стратегия на сокращение бюджетных дефицитов ЕС призвана вернуть доверие рынков. Но ее риски очень высоки в условиях слабости экономик периферии Европы, уязвимости банковской системы, ожидаемого резкого сокращения уровня жизни в странах PIIGS. Смягчить ее последствия, как минимум, должна существенно более мягкая денежная политика.

Создание фонда стабильности ЕС (750 млрд евро) и начало выкупа ЕЦБ облигаций периферийных стран еврозоны позволили несколько снизить остроту бюджетно-долгового кризиса. В то же время в начале июня более 73% опрошенных Bloomberg экспертов были уверены в неизбежности дефолта Греции, а 40% - в ее выходе из еврозоны.

Спреды по суверенным долгам Греции и Испании находятся на исторических максимумах, лишь незначительно ниже стоимость CDS Италии и Португалии.

Рис. 4 – Динамика CDS для суверенных долгов стран PIIGS vs Россия



Источник - Bloomberg

Табл. 1 Подверженность европейских банков страновым рискам PIIGS (объем банковских требований по странам-заемщикам на конец 2009 г., \$млрд).

Италия	1021
Испания	832
Ирландия	550
Португалия	240
Греция	193

Источник – Bank of International Settlements

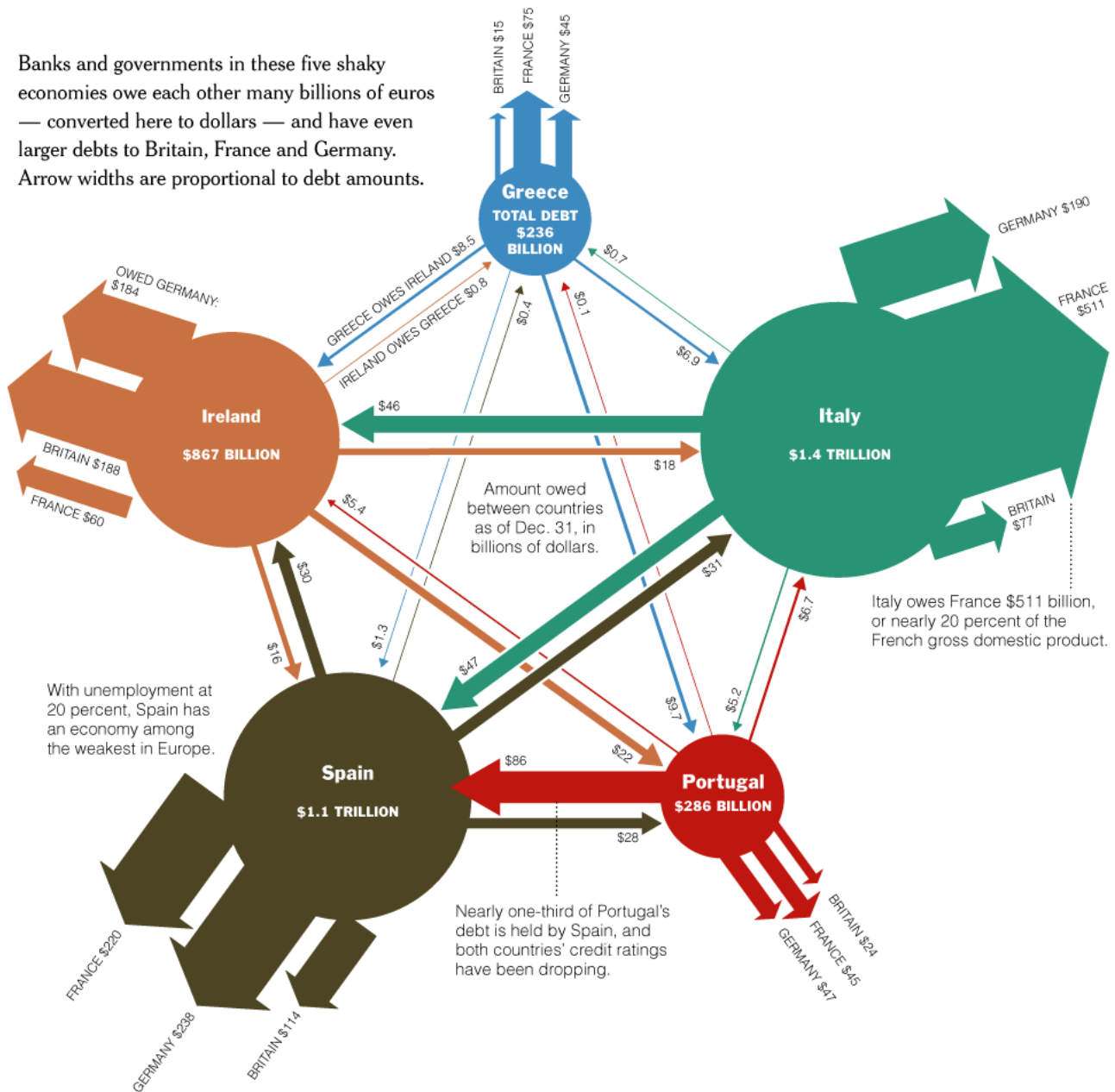
Табл. 2 Перекрестные долги в Европе – крупнейшие кредиторы на конец 2009 г., \$ млрд

Кредиторы / Заемщики	Ирландия	Испания	Греция	Италия	Португалия	Итого
Германия	184	238	45	190	47	704
Франция	60	220	75	511	45	911
Великобритания	188	114	15	77	24	418

Источник – Bank of International Settlements

Рис. 5 Схема перекрестных долгов европейских стран

Banks and governments in these five shaky economies owe each other many billions of euros — converted here to dollars — and have even larger debts to Britain, France and Germany. Arrow widths are proportional to debt amounts.



Источник – Bank of International Settlements, NY Times



Ключевые риски европейского долгового кризиса для рынков

1. Замедление роста региональной и глобальной экономики вследствие ужесточения бюджетной политики. Как следствие - сокращение спроса европейских стран на промышленную и технологическую продукцию (производимую в США, Китае и странах ЮВА) и на сырье, в том числе на импортируемые из России энергоресурсы. Этот весьма вероятный сценарий может быть смягчен в случае более стимулирующей, проинфляционной денежной политики ЕЦБ, которая представляется все более необходимой, но пока не разделяется ни руководством ЕЦБ, ни главой Бундесбанка А. Вебером, которого многие рассматривают как наиболее вероятного преемника Трише на посту главы ЕЦБ.

Стимулирующая политика может заключаться как в длительном поддержании низких процентных ставок, так и активного QE («количественного смягчения», предполагающего выкуп у банков проблемных активов). К тому же это способствовало бы дальнейшему ослаблению евро, которое и сейчас является главным фактором поддержки европейской экономики.

2. Трудности с рефинансированием суверенных долгов стран PIIGS и, возможно, некоторых стран Восточной Европы (Венгрия, Румыния). Недавние размещения гособлигаций Испании и Португалии по ставке ниже 5% показывают, что пока этим странам удастся обойтись без внешней помощи, пусть и с поддержкой бумаг на вторичном рынке со стороны ЕЦБ. Ближайшим ключевым событием станут крупные погашения гособлигаций Испании в июле (самый большой выпуск на 16.2 млрд евро гасится 30 июля).

На ближайший год риски суверенных дефолтов сведены к минимуму вследствие создания фонда стабильности ЕС-МВФ на 750 млрд евро. В то же перспективы восстановления платежеспособности проблемных стран путем резкого сокращения госрасходов и повышения налогов сомнительны, поскольку такая политика может привести к углублению экономической рецессии и ухудшению показателя долг/ВВП. В этом случае реструктуризация долгов с негативными последствиями для финансовых рынков лишь откладывается на время.

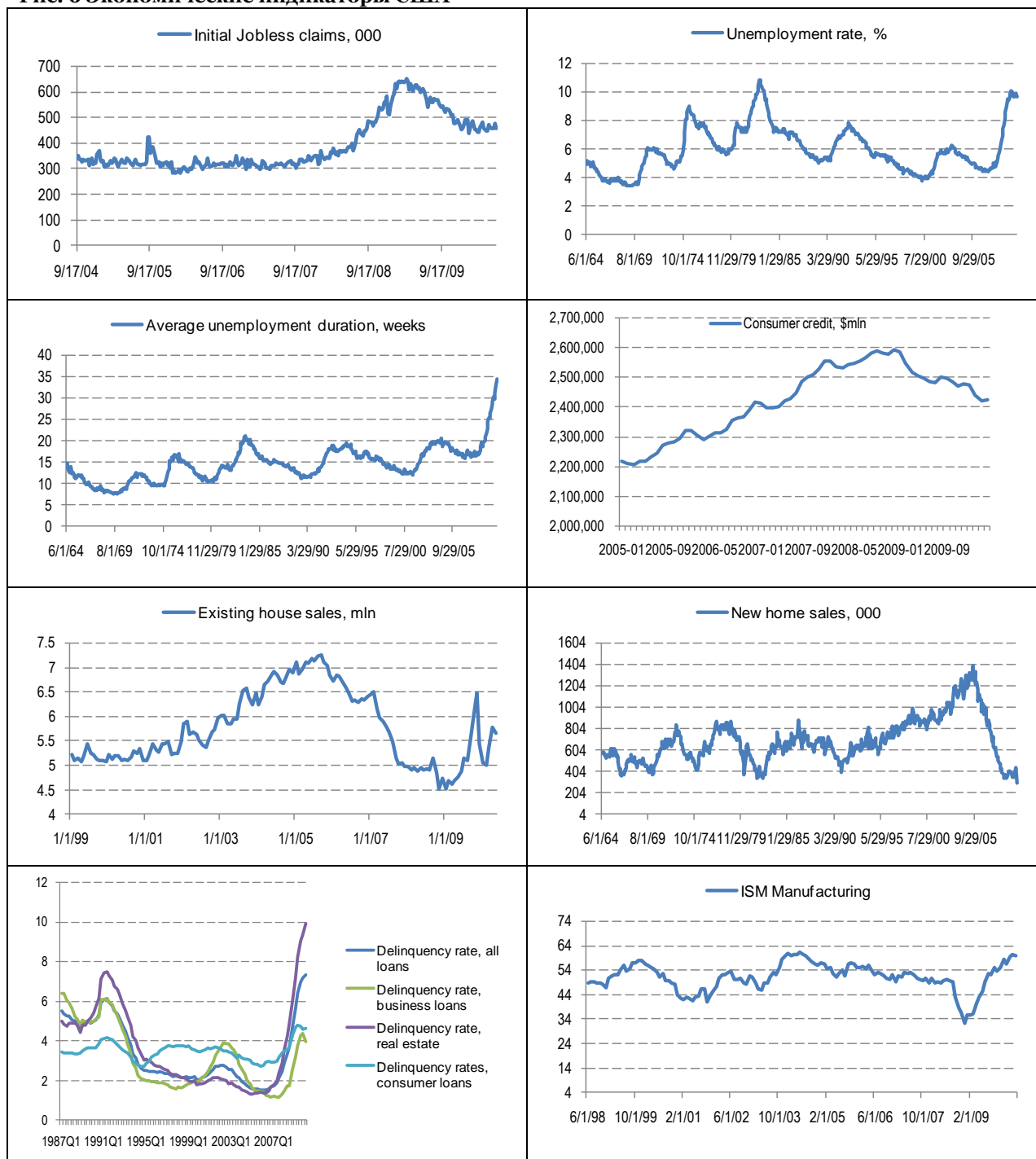
3. Проблемы с рефинансированием долгов банков и корпораций стран PIIGS с распространением долгового кризиса на другие страны и регионы (аналогично эффекту банкротства Lehman Brothers в 2008 г.). Этот фактор риска представляется нам наиболее опасным. Наибольшие риски, по видимому, связаны с испанскими банками, доверие к которым подорвано продолжающимся кризисом недвижимости в стране и очень высокой безработицей. В зоне повышенного риска и немецкие земельные банки.

Хотя рецидив коллапса финансовых рынков, аналогично осени 2008 г. пока представляется сомнительным из-за сверхосторожной политики центробанков, риски ухудшения финансовых условий на долговых рынках все же высоки, и снизить их можно лишь мерами по восстановлению доверия между участниками. В этой связи намерение лидеров стран ЕС опубликовать результаты стресс-тестов 26 крупнейших европейских банков во второй половине июля мы оцениваем позитивно, хотя этого может оказаться недостаточно. По данным FT, круг охваченных стресс-тестами банков может существенно расшириться, примерно до 70-120.

4. Проблемы устойчивости европейского валютного союза, необходимости централизации бюджетной политики, возможность обеспечения более сбалансированного развития стран еврозоны и механизмы выхода из ЕЗ. Очевидно, это проблемы должны решаться в ближайшие несколько лет, но пока механизмы не созданы, Европа и единая валюта будут оставаться под давлением.

США – оптимизм в отношении V-образного восстановления экономики не оправдывается

Рис. 6 Экономические индикаторы США



Источник – Bloomberg, Fed Reserve

Последние данные все нагляднее показывают, что восстановление американской экономики в условиях слабого рынка труда и сокращающегося кредитования носит неустойчивый характер. Уровень безработицы, немного снизившись по сравнению с октябрьским пиком, остается на максимальных уровнях с 1983 г. Показатель средней длительности безработицы находится на рекордном историческом уровне и продолжает расти. Рост числа занятых в частном секторе носит неустойчивый характер, а эффект от временного увеличения занятости

в госсекторе (перепись населения) должен быть исчерпан уже в июне. Завершение госпрограмм поддержки, в частности, налоговых льгот на приобретение жилья, привело к катастрофическому падению продаж домов в мае. В банковском секторе продолжается рост доли невозвратных кредитов и сокращение кредитования (deleverage). Относительно неплохо держится производственный сектор, но значительное укрепление доллара к евро в последние месяцы может лишить экспортеров важного фактора поддержки.

Неожиданный пересмотр окончательной оценки ВВП США за 1Q10 в сторону снижения – неприятный сюрприз, но для рынка сейчас важнее более свежие данные. Поэтому июль в этом отношении ожидается весьма насыщенным – с середины месяца начнет выходить квартальная отчетность американских компаний, а в конце месяца – первая оценка ВВП за 2Q10. Если опасения замедления роста экономики и корпоративных прибылей подтвердятся, это может стать поводом для дальнейшего движения рынков вниз в результате переоценки слишком оптимистичных прогнозов восстановления экономики, заложенных ранее в цены акций. Отчеты лучше ожиданий могут стать поводом для движения вверх, хотя бы локального. В то же время пока чувствительность рынков к хорошим новостям существенно ниже, чем к плохим.

Июньское заявление ФРС более осторожно в отношении восстановления экономики, чем апрельское, в частности, из-за внешних (европейских) рисков. Консенсус, по-видимому, постепенно смещается от V-образного к более медленному восстановлению американской экономики. К тому же, на наш взгляд, возрастают риски наихудшего сценария – двойной рецессии в американской и глобальной экономике (нобелевский лауреат П. Крутман говорит и об угрозе экономической депрессии, значительно более серьезной по длительности и последствиям, чем циклическая рецессия). В то же время официальная позиция ФРС и рыночный мейнстрим закладывают сейчас в базовый прогноз умеренное восстановление экономики, хотя и менее уверенное, чем предполагалось ранее. В случае углубления европейского долгового кризиса бегство от рисков может привести к ухудшению условий заимствований и для американского банковского и корпоративного сектора, к снижению качества активов и новым потерям американских банков.

В этих условиях, нам представляется, что сроки начала повышения базовой ставки ФРС и других мер ужесточения денежной политики отодвигаются на неопределенное время. Консенсус-прогноз также отодвигает срок начала повышения ставок на март 2011, многие предполагают и более поздние сроки. Неоднозначные экономические показатели, отсутствие инфляционного давления в несырьевом секторе, риски распространения долгового кризиса будут способствовать сохранению стимулирующей денежной политики ФРС и высокого уровня ликвидности в ближайшие месяцы.

Китай – риски замедления мотора мировой экономики

Китай пока остается ключевым двигателем мировой экономики. В то же время перспективы становятся более неопределенными вследствие нескольких факторов. Первый из них – ожидаемое сокращение внешнего спроса (США и ЕС), на которые приходится основной объем китайского экспорта. Частично это может быть компенсировано за счет переориентации китайской экономики на внутренний спрос.

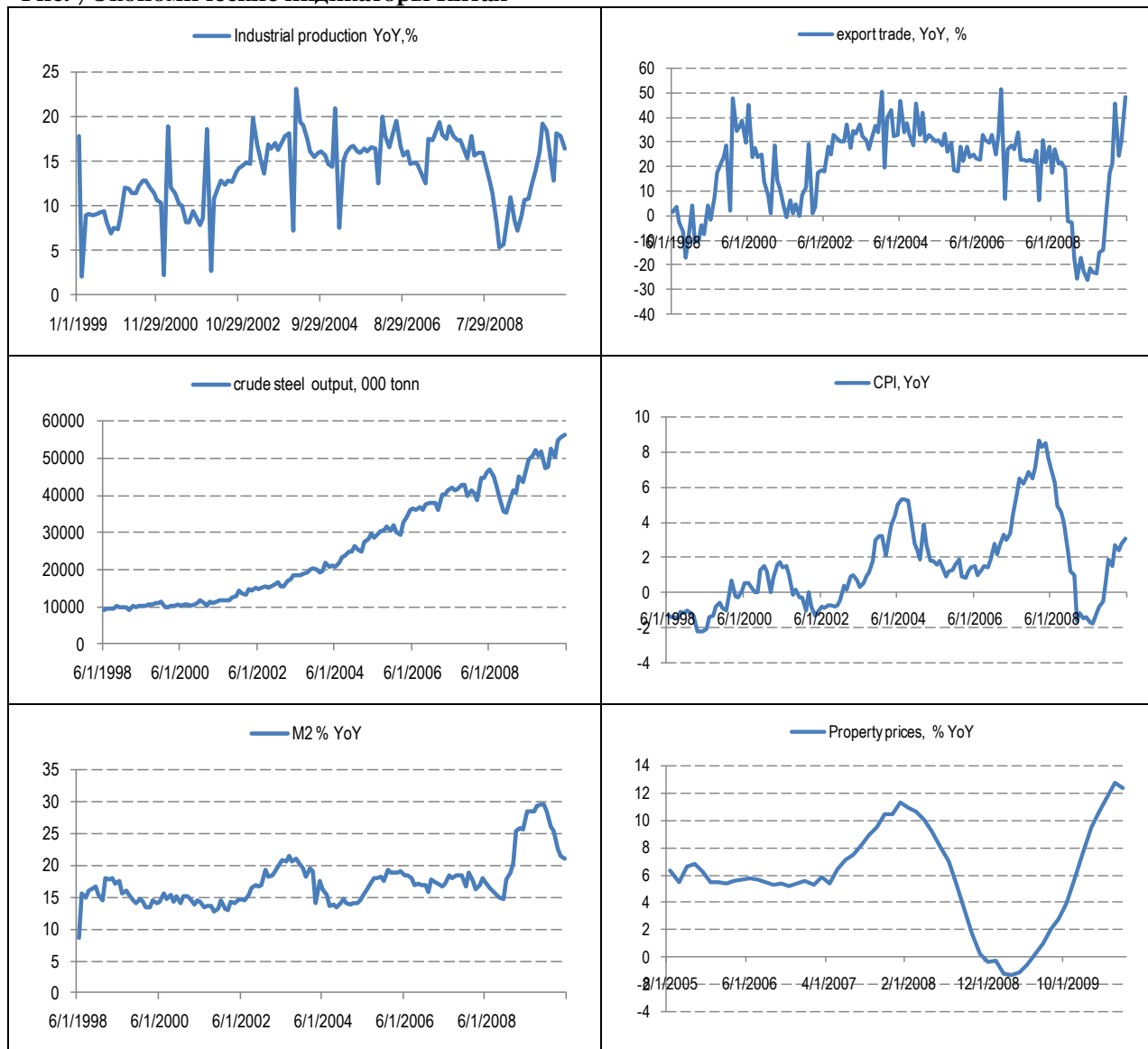
Второй – меры властей по охлаждению инфляции, кредитования и рынка недвижимости, которые призваны привести к замедлению китайской экономики и как следствие – к менее агрессивному спросу на сырьевые ресурсы.

Третий – недавнее заявление ЦБ Китая о готовности перейти к более гибкому курсу юаня, прозвучавшее за неделю до саммита G20. Помимо дипломатической составляющей, которую уловили все, смысл этого сигнала может быть и в постепенной переориентации экономики на внутренний спрос, и в попытке сбить инфляцию за счет удешевления импортных товаров (хотя это спорный аргумент, поскольку укрепление юаня должно привести к усилению притока спекулятивного капитала в страну). Если Китай действительно готов к ревальвации юаня, это может оказать дополнительное давление на экспорт. Хотя пока изменения курса юаня минимальны, в отношении дальнейших намерений Народного банка Китая по валютной политике и ее влияния на экономику сохраняется неопределенность.

Промпроизводство и экспорт Китая показывают весьма высокие темпы роста. Однако индикаторы производственной активности показывают, что в последние месяцы рост китайской экономики немного замедляется, и во 2П10 этот тренд, скорее всего, сохранится. Ужесточение денежной политики привело к заметному замедлению роста денежной массы, однако темпы инфляции продолжают расти, а рост цен на недвижимость находится вблизи максимумов. Это означает, что властям придется продолжать рестриктивную

денежную политику в условиях ухудшения условий для экспортоориентированного роста и накопления значительного объема проблемных кредитов у банков. Сохранение сверхвысоких темпов роста китайской экономики при этом становится сомнительным, а это создает риски снижения мирового спроса на сырьевые товары.

Рис. 7 Экономические индикаторы Китая



Источник - Bloomberg

Выводы:

Исходя из ситуации в мировой экономике и финансах, **внешний фон пока не располагает к устойчивому росту рынков.** В то же время, в **инерционном сценарии,** мы предполагаем, что замедление темпов восстановления глобальной экономики будет компенсироваться более длительным периодом стимулирующей денежной политики со стороны крупнейших мировых банков. Таким образом, влияние этих факторов на сырьевые и финансовые рынки будет в основном балансировать друг друга, и на рынках будет преобладать боковое движение с высокой волатильностью. Поддерживающими факторами для России можно считать комфортные (пока) цены на нефть и низкие показатели долговой нагрузки государства.

В **оптимистичном** сценарии мы ожидаем, что, несмотря на проблемы, восстановление глобальной экономики продолжится. При этом центробанки и правительства примут меры как по дальнейшему увеличению ликвидности (сейчас мяч на стороне ЕЦБ), так и по восстановлению рыночного доверия (стресстесты банков, помощь в рекапитализации, в случае необходимости расширение выкупа у банков проблемных активов). В этом случае можно будет говорить о возобновлении роста, увеличении спроса на рискованные активы и преимущественно инфляционном сценарии, при котором в выигрыше оказываются commodities и акции. Именно в этом случае российский рынок, как наиболее дешевый среди EM и наиболее привязанный к сырьевым рынкам (наряду с канадским, австралийским), имеет наибольшие шансы на внимание инвесторов.

В **пессимистичном** сценарии нельзя исключать нового существенного ухудшения внешней конъюнктуры. Детонатором может стать финансовый кризис, вызванный проблемами одного или нескольких крупных европейских банков, либо признаки срыва неустойчивого посткризисного восстановления экономики. В этом сценарии можно ожидать повторения бегства инвесторов из рискованных активов в защитные валюты и золото. Для России такой сценарий означает риск повторения ситуации 2008 г. – с существенно более низким запасом прочности бюджета, но более капитализированной и подготовленной банковской системой.

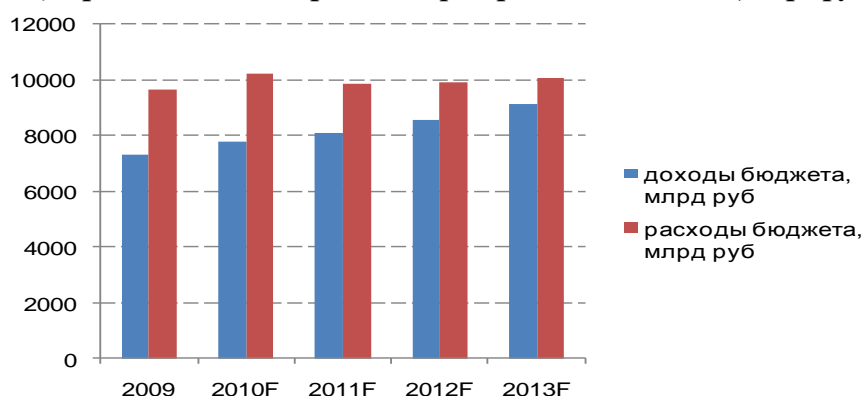
Российская экономика

Если в прошлом году российская экономика начала восстанавливаться прежде всего на внешнем сырьевом спросе (нефть, металлы, удобрения), то теперь влияние этого фактора в инерционном сценарии уже практически отыграно. В базовом сценарии мы ожидаем умеренного роста российской экономики (3-5% в 2010-2011 гг.). По нашему мнению, в дальнейшем восстановлении российской экономики большую роль будет играть внутренний спрос.

Основные каналы поддержки внутреннего спроса - госзаказ, инвестиции в инфраструктуру, стимулирование потребительского спроса через программы автоутилизации и ипотеки.

В условиях резкого сокращения накопленных резервов для бюджетной поддержки экономики и объявленных планов правительства по сокращению бюджетного дефицита (Президент РФ Д. Медведев поставил в бюджетном послании задачу его снижения к 2013 г. вдвое по сравнению с уровнем 2009 г.) объемы госрасходов в 2011-2013 гг. прогнозируются несколько ниже рекордных показателей 2010 г. В то же время госзаказ и софинансирование государством инвестиций в инфраструктурные проекты - наиболее стабильный источник поддержки внутреннего спроса.

Рис. 9 Прогноз доходов и расходов федерального бюджета, млрд руб



Источник – Минфин, прогноз при среднегодовой цене Urals \$75/барр.

Помимо госзаказа, поддержать внутренний спрос может возобновление роста доходов населения и подающее первые признаки оживления банковское кредитование.

Основные риски – значительное снижение цен на нефть (в район 50-60 долл/барр), масштабный отток капиталов как результат бегства от рисков, дестабилизация финансовых рынков, проблемы с рефинансированием долгов.



Инвестиционные идеи

В условиях роста неопределенности на мировых рынках и пока относительно комфортных условий для умеренного роста российской экономики мы рекомендуем фокусироваться на **защитных секторах, отраслях с продолжающейся реорганизацией и компаниях с высоким среднесрочным потенциалом роста.**

В число **рекомендуемых секторов** входят:

- 1. Электроэнергетика.** В случае продолжения восстановительного роста российской экономики и сопутствующего ему повышения спроса на электроэнергию более предпочтительными должны стать акции наиболее эффективных генерирующих компаний. Основные драйверы – предпоследний этап либерализации рынка электроэнергии с 1 июля, первые аукционы в рамках рынка мощности, активизация инвестиционного процесса. В выигрыше от перехода на рыночные отношения окажутся наиболее эффективные генераторы. Наш **фаворит** в секторе – **Красноярская ГЭС**, которая недооценена не только по отношению к западным аналогам, но и к российским. Также привлекательными выглядят акции **Иркутскэнерго**. Акции сетевых компаний – ФСК, МРСК, - в ближайшее время будут находиться под давлением из-за неопределенности, порожденной намерением правительства ограничить рост тарифов, а также срывов срока перехода на новую систему регулирования в отдельных регионах. Наша **top pick** в этом сегменте – **Томская распредкомпания**, которая в наименьшей степени подвержена риску пересмотра параметров RAV. В то же время, в случае резкого ухудшения ситуации в экономике, которое будет сопровождаться падением спроса на электроэнергию и цен на свободном рынке, инвестиции в акции сетевых компаний, чьи доходы защищены тарифами, будут выглядеть более привлекательными. В этом случае мы бы советовали делать ставку на компании, которые максимально продвинулись в переходе на RAV.
- 2. Банковский сектор.** В ближайшие месяцы банковские бумаги могут находиться под давлением, но привлекательны для среднесрочных инвестиций. Основные идеи - начавшийся рост кредитования экономики, стабилизация качества кредитных портфелей, улучшение финансовых результатов. Хотя сектор нельзя рассматривать как защитный, поскольку банки наиболее подвержены влиянию мировых финансовых рынков, мы считаем текущие ценовые уровни банковских акций привлекательными при сохранении базовых прогнозов в отношении российской экономики. Важными для сектора будут отчеты банков за 1П10 (МСФО), ожидаемые в августе-сентябре и прогнозы менеджмента в ходе conference calls. Они должны показать, пройден ли пик кредитного кризиса и давления на маржу со стороны снижающихся кредитных ставок, начался ли устойчивый рост кредитования, оправданы ли в целом позитивные ожидания рынка в отношении 2П10. Наша **top pick** в секторе – **акции Сбербанка**. По итогам года у банка ожидается рекордная прибыль, у него лучшие в секторе показатели чистой процентной маржи, ликвидности, большой запас достаточности капитала, минимальная уязвимость к турбулентности на финансовых рынках. Благодаря возможности привлекать наиболее дешевые заимствования, Сбербанк находится в наиболее выгодной позиции в условиях жесткой конкуренции банков за заемщиков. Среди акций второго эшелона рекомендуем **БСПб**, один из наиболее дешевых банков по рыночным мультипликаторам.
- 3. Телекомы.** В отрасли продолжается процесс реорганизации, который должен завершиться к апрелю 2011 г. Сейчас волатильность на рынке сведена к минимуму - текущие ценовые уровни по обыкновенным акциям в целом соответствуют ценам выкупа, а по привилегированным акциям ниже в среднем на 15%. Мы считаем, что от падения цены акций защищены ценой выкупа примерно до середины августа (дата окончательного предъявления акций к выкупу). В то же время в дисконт по отношению к цене выкупа и ожидания дивидендов по итогам 9М10 могут создать

возможность для арбитража, которая может проявиться ближе к осени (когда будут объявлены результаты по РСБУ и можно будет уточнить прогнозы по дивидендам).

4. Помимо этих секторов, мы обращаем внимание на ряд **Small Caps** в **инфраструктурных отраслях**, связанных с участием предприятий в реализации ФЦП, и в **АПК**. В инфраструктурных компаниях фактором поддержки выступает госзаказ, а АПК мы рассматриваем как защитный сектор с хорошими среднесрочными перспективами. Среди наших **top picks** в бумагах малой капитализации **Волгомост, Трест Гидромонтаж, Камгэсэнергострой, Разгуляй и Находкинская база морского рыболовства.**

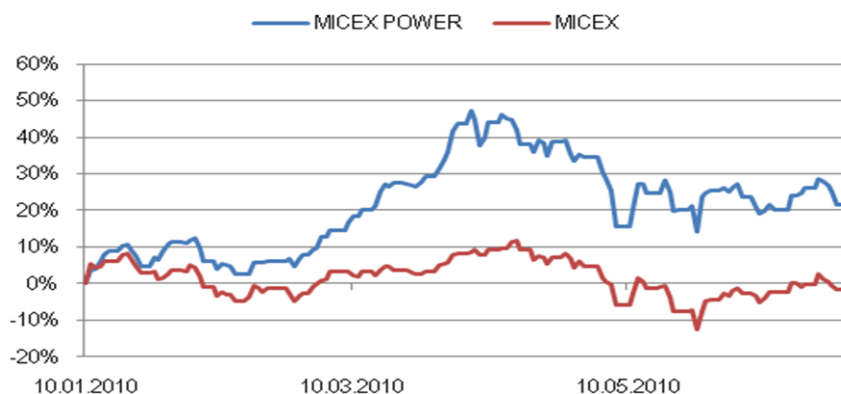
Электроэнергетика

Табл.3 Инвестиционные рекомендации по акциям сектора

Company	Market Price, \$	Target Price, \$	Upside, %	Recom.	Price chg, %	
					YTD	1 month
KRSG	2,23	3,95	77%	BUY	41%	5%
TORS	0,016	0,026	63%	BUY	47%	-2%
MAGE	0.079	0.206	160%	BUY	56%	0%
KRKO	0,65	0,99	52%	BUY	19%	-4%

В отличие от мировых энергетических компаний, отличительной чертой которых является низкая волатильность относительно рынка акций, российские ОГК, ТГК, сетевые компании подвержены более значительным колебаниям (или, как вариант, имеют высокую beta). В последние годы это выражается в том, что их акции при общем подъеме рынка или движении в боковике растут быстрее остальных, как это было в I квартале 2010 г, а при общем снижении ее продают быстрее остальных, как мы это наблюдаем в последние недели. Одна из причин подобного явления – продолжающаяся трансформация отрасли, который сейчас приближается к завершающей стадии. Соответственно, позитивные новости по реформе выводят сектор в лидеры роста, а пробуксовка – заставляет отставать, что мы можем видеть на графике ниже.

Рис. 10 Динамика отраслевого индекса в сравнении с индексом ММВБ



Источник – Bloomberg

Таковыми положительными новостями для двух основных сегментов – генерации и сетей, - в прошедшей части года стали наряду с продолжением либерализации принятие правил рынка мощности и утверждение четного графика перехода на новую систему тарифного регулирования РAB, негативом – намерение правительства РФ бороться с инфляцией через ограничение роста тарифов в 2011-2013 годах. И если для генерирующих компаний по мере либерализации рынка электроэнергии тарифы имеют все меньшее значение, то по регулируемым сетевым компаниям – ФСК и МРСК, - это решение бьет в первую очередь.



Генерация

Для генкомпаний ожидаемый внешний фон, скорее, будет позитивным. С 1 июля объем продаж электроэнергии на оптовом рынке по регулируемым ценам, кроме поставок, необходимых населению, сократился вдвое – с 40% до 20%. Таким образом, успешно прошел предпоследний этап либерализации энергорынка, которая должна завершиться в 2011 г.

Кроме того, III квартал – традиционный период ремонтов, а временный вывод энерго мощностей провоцирует преобладание спроса над предложением. Эти два фактора толкают цены на спотовом рынке вверх, что должно положительно сказаться на рентабельности ОГК и ТГК, в первую очередь, наиболее эффективных из них, например, ОГК-2, ОГК-4, а также гидрогенерирующих ТГК-1, РусГидро, Иркутскэнерго и Красноярской ГЭС. В то же время, оба они, скорее всего, уже заложены в ожидания рынка.

Тема ремонтов будет особенно актуальна для второй ценовой зоны оптового рынка, то есть Сибири. Дело в том, что после аварии на Саяно-Шушенской ГЭС в августе 2009 года основная нагрузка легла на тепловых генераторов Сибири, задействовавших резервные мощности, которые сейчас подлежат более тщательному ремонту. Кроме того, особенностью этого года является повышенный приток воды в водохранилища сибирских ГЭС, в условиях которого выработка электроэнергии гидростанциями держится на максимумах. В большей степени это относится к Красноярской ГЭС и Иркутскэнерго, чем к РусГидро, крупнейшая ГЭС которой – Саяно-Шушенская, - работает лишь на 20% своей мощности. **Красноярской ГЭС** – одна из наших top picks в отрасли. Акции **Иркутскэнерго** также находятся в фокусе нашего внимания, однако более точно мы сможем оценить перспективы компании после подготовки ресеча, который появится в самое ближайшее время.

К положительным событиям мы также отнесли бы постепенное снятие неопределенности в отношении обязательных инвестиционных программ генкомпаний (судя по новостям, с Минэнерго они сокращенные после кризиса планы капвложений уже согласовали, но еще не все обнародовали).

В то же время, необходимо учитывать риск усугубления экономической ситуации, что может привести к падению спроса на электроэнергию и соответственно цен на свободном рынке, как это было в конце 2008 – 2009 году. Кроме того, мы не исключаем, что рынок может недооценивать ущерб опережающего роста тарифов на газ в 2010 г для рентабельности теплогенераторов. В качестве примера можно привести Мосэнерго, которое недавно представило свою оценку EBITDA за 2010 г, оказавшуюся ниже консенсус-прогноза.

В настоящее время у нас нет рекомендаций по акциям теплогенерирующих компаний, однако взгляд на перспективы сегмента в среднесрочной перспективе позитивный, учитывая дисконт, с которым российские ТГК и тепло-ОГК торгуются к своим западным аналогам (среднее значение мультипликатора EV/мощность у зарубежных энергокомпаний более чем в 4 раза превышает тот же показатель тепло-ОГК и ТГК).

Сети

Над сетевыми компаниями дамокловым мечом висит намерение правительства РФ пересмотреть предварительно одобренные ранее темпы роста тарифов. «Мы растянем во времени эту программу (по росту РAB-тарифа), - заявила министр экономики Эльвира Набиуллина, пояснив, что рост тарифа ФСК составит не 31% в 2011 году, как это было утверждено ранее, а около 15%. - Такие же аналогичные решения будем принимать по МРСК».

И если ФСК, судя по заявлениям менеджмента, еще отстаивает неизменность своих тарифов («Они дискутируют с нами. <....> Но убежден, что изменений не будет», - глава компании Олег Бударгин), то Холдинг МРСК, похоже, готовится умерить свои аппетиты.

Вообще, из слов Набиуллиной следует, что негативные последствия такого решения властей для распродкомпаний выше, чем для ФСК. Дело в том, что ФСК уже перешла на РAB, следовательно, ключевой параметр нового регулирования – база капитала – пересмотрена быть не может; коррекции подвергнутся лишь темпы роста тарифов, и то под соусом перевода компании с 3-летнего периода на 5-летний. В то время как около 70% филиалов МРСК на новое регулирование еще не перешли, следовательно, у властей РФ есть

возможность повлиять на тариф и при согласовании первоначальной базы капитала (IRAB), сделав ее ниже, чем ожидалось.

Нервозности добавляют случаи нарушения графика перехода на RAB некоторыми регионами из числа тех, которые должны были его запустить с 1 июля. Речь идет в первую очередь о двух из трех филиалах МРСК Северо-Запада (Коми и Вологда), МРСК Северного Кавказа (Ставрополь), МРСК Сибири (Хакасия, Чита) – и это только те случаи, задержка (речь идет о сдвиге сроков на полгода) в которых подтверждена публично. По остальным ситуация не определенная: МРСК Центра вердикта местных регуляторов еще ждет, у МРСК Юга по двум из трех регионов продолжаются согласования – компания не исключает, что тарифные решения могут быть приняты задним числом.

На данный момент наши оценки справедливой стоимости акций МРСК на конец года соответствуют рекомендации покупать, кроме акций Кубаньэнерго, поскольку предполагают потенциал роста в среднем более 60%. Обращаем внимание, что те МРСК, которые должны были перейти на RAB с 1 июля и потому при прочих равных имели в глазах инвесторов преимущество перед остальными, такое преимущество теряют. Это МРСК Центра и МРСК Волги. В то же время преимущество приобретают те МРСК, у которых максимальное число филиалов – около 50%, - уже переведены на RAB, а это **МРСК Центра, МРСК Центра и Приволжья, МРСК Урала, МРСК Юга.**

Наша **top pick** в сегменте дистрибуции на данный момент - **Томская распределительная компания.** Она единственная из РСК полностью на RAB, поскольку охватывает только один регион, следовательно, риск пересмотра базы капитала для нее, как и в случае с ФСК, практически отсутствует. А в ходе возможного объединения с МРСК Сибири, анонсированного менеджментом МРСК, компания может получить выгодные коэффициенты обмена, за соблюдением которых проследит крупнейший миноритарий ТРК – «дочка» Роснефти.

Российские распредсети торгуются по мультипликатору EV/RAB в среднем на уровне 0,4, в то время как у западных аналогов это значение превышает единицу.

Другие ликвидные представители отрасли

Акции Интер РАО, по нашему мнению, будут выглядеть хуже рынка, находясь под давлением двух доэмиссий, в результате которых доли миноритариев существенно размоются. Второй выпуск акций объемом до 13 трлн штук как раз недавно одобрили акционеры компании. Влияние этого выпуска на котировки Интер РАО может быть положительным при условии благоприятной оценки вносимых в счет его оплаты активов и акций самого Интер РАО. Однако оценка появится лишь к концу года.

Сбыты

Мы не видим идей в энергосбытовых компаниях в ближайшие месяцы. Неприятным моментом для сегмента являются последние сделки по акциям «сбытов» между крупными игроками рынка – РАО ЭС Востока и РусГидро, а также последовавшие за ними оферты на выкуп бумаг у миноритариев по цене ниже рынка.

Энергомаш

Согласование договоров на поставку мощности – или иначе говоря, обязательного набора инвестпроектов, - между Минэнерго и генераторами должно прервать затянувшуюся паузу в процессе строительства у частных ОГК и ТГК, что означает новую волну тендеров, а значит, и заказов для основных производителей оборудования. Наиболее привлекательным в секторе мы считаем акции «Красного котельщика», выпускающего котлы для энергоустановок.

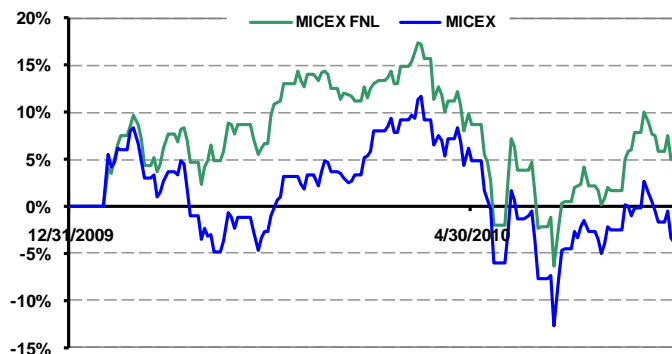
M&A

Кроме фундаментальных факторов во второй половине года возможны события, которые окажут спекулятивное воздействие на отдельные бумаги. В первую очередь, мы имеем в виду процессы консолидации, анонсированные сразу несколькими игроками. Это Газпром, который думает об объединении подконтрольных ему ОГК-2 и ОГК-6, КЭС-Холдинг, планирующий слияние входящих в него ТГК (NN5, 6, 7, 9),

а также РАО ЭС Востока, задумавшее перейти на единую акцию с «дочками». Из всех «дочек» дальневосточного холдинга наиболее недооцененной, по нашим оценкам, является **Магаданэнерго** (целевая цена \$0.206, потенциал 160%). И хотя реальные действия по реализации этих планов, появление коэффициентов обмена, мы ожидаем не раньше 2011 г, комментарии менеджмента или акционеров по этим процессам, например, выбор центра консолидации, ориентиры по оценке, способны двигать котировки соответствующих компаний вверх или вниз.

Банковский сектор

Рис. 11 Динамика отраслевого индекса в сравнении с индексом ММВБ



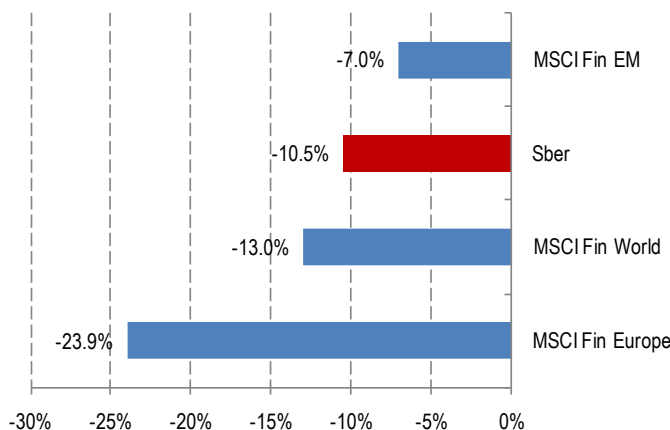
Источник - Bloomberg

Табл. 4 Инвестиционные рекомендации по акциям сектора

Company	Market Price, \$	Target Price, \$	Upside, %	Recom.	Price chg, %	
					YTD	1 month
SBER	2,34	3,4	45%	BUY	-17%	4%
VTBR	4,58	5,4	18%	HOLD	-3%	-6%
VZRZ	28,5	45	58%	HOLD	-27%	-9%
STBK	2,7	4,74	76%	BUY	-5%	-13%

Банковский сектор с начала года незначительно опережал общерыночную динамику, существенно отставая от других секторов, ориентированных на внутренний спрос (электроэнергетика, ритейл, телекомы). Частично это может объясняться предыдущим ускоренным восстановлением, сопровождавшимся избытком рыночной ликвидности и чрезмерным оптимизмом покупателей в 2009 г. Однако в большей степени – негативным влиянием нестабильности на мировых финансовых рынках на отношение инвесторов к акциям сектора.

Рис. 12 Динамика акций финансового сектора в 1П10, %



Источник – MSCI Barra, Bloomberg



Между тем, после весьма тяжелого 2009 г., в банковском секторе стали проявляться позитивные изменения.

1Q10 сложился для банков неоднозначно – Сбербанк и ВТБ показали результаты по МСФО существенно лучше ожиданий, в то время как прибыль банков второго эшелона (Возрождение, БСПб, МДМ) оказалась ниже консенсус-прогноза. Основным позитивным фактором стала возможность сокращения отчислений в резервы и торговые доходы. В то же время в 1Q10 банкам не удалось увеличить кредитный портфель (в целом по сектору сокращение составило около 1%), а резкое снижение рыночных процентных ставок приводило для банков со значительной долей частных вкладов (Сбербанк, Возрождение) к сокращению чистой процентной маржи. В то же время банкам с более высокой долей оптовых заимствований (ВТБ, МДМ) или короткой структурой пассивов (БСПб) удалось стабилизировать чистую процентную маржу на комфортном уровне.

Во 2Q10 в банковском секторе происходили два разнонаправленных процесса – с одной стороны, усилилось снижение кредитных ставок вследствие растущей банковской конкуренции за узкий круг привлекательных заемщиков, что должно было привести к дальнейшему сокращению процентной маржи. С другой – впервые за много месяцев появились признаки умеренного роста кредитных портфелей, наиболее заметно проявившиеся в мае. В июне, судя по предварительным оценкам ЦБ, тенденция продолжилась (рост на уровне 1% в месяц).

Если в последующие месяцы подтвердится тренд на восстановление кредитования, это позволит банкам улучшить динамику чистых процентных доходов, маржи и показателей качества кредитных портфелей. На наш взгляд, условия для этого сейчас есть – у банков вполне достаточно ликвидности, рыночные условия заставляют кредитовать, кредитные риски постепенно снижаются. По словам представителей публичных банков, именно 2Q10 станет моментом переоценки прогнозов с точки зрения кредитных рисков, роста кредитного портфеля, чистой процентной маржи.

Драйверы роста:

- 1. Восстановление кредитования.** Сейчас, из-за низкого спроса на кредит со стороны корпоративного сектора, банки видят большой потенциал роста в рознице, а также в сегменте малого и среднего бизнеса. Эти сегменты в текущей ситуации весьма привлекательны с точки зрения доходности и позитивного влияния на процентную маржу. В то же время из-за слабой динамики кредитного портфеля в 1П10 итоговый рост по итогам года вряд ли превысит 10-15%, в то время как на начало года банки закладывали более оптимистичные прогнозы.
- 2. Стабилизация процентных ставок.** Рыночные индикаторы указывают на прекращение тенденции снижения процентных ставок вследствие ожиданий постепенного сворачивания центробанками антикризисных мер поддержки и переоценки рисков премий. Это может привести к двум позитивным для банков последствиям. Первое – ухудшение заимствований на долгом рынке приведет к повышению спроса предприятий на банковский кредит, где ставки уже вполне привлекательны для заемщиков. Второе – прекращение снижения кредитных ставок должно привести к стабилизации чистой процентной маржи. В последнее время ее снижение замедляется, и минимум менеджмент Сбербанка ожидает в мае (потенциал снижения 100-150 б.п. от уровня 2009 г.). В банковской отчетности эффект от снижения процентной маржи, как ожидается, еще проявится с временным лагом (2-3 кв. 2010). В случае возможного разворота процентных ставок вверх показатель NIM может начать расти для банков, у которых пассивы переоцениваются медленнее, чем пассивы (Сбербанк, Возрождение).
- 3. Замедление роста плохих кредитов,** что позволило крупнейшим банкам (Сбербанк, ВТБ) существенно снизить отчисления в резервы и показать весьма сильные результаты в 1Q10. Меньше крупные банки (БСПб, МДМ) пока не смогли сократить отчисления в резервы по отношению к среднему уровню 2009 г., но руководство надеется на существенное снижение после 2Q10 (МДМ) или по итогам 2-3 кв. (БСПб). Мы ожидаем, что во 2П10 отчисления в резервы большинства банков продолжат сокращаться, если не произойдет ухудшения кредитоспособности заемщиков в результате снижения темпов восстановления экономики или проблем с рефинансированием долгов.
- 4. Снижение ставок по субординированным кредитам** банкам на 1.5-2 п.п. Наибольшую выгоду от этого получают Сбербанк и ВТБ, стоимость заимствований которых и так существенно ниже, чем у их частных конкурентов. В целом эффект от снижения ставки будет небольшим, но банки получают возможность снизить стоимость наиболее дорогих в нынешних условиях ресурсов.



5. **Опционные программы для менеджмента госбанков** – как сообщал ранее первый зампред ЦБ А. Улюкаев, они должны быть унифицированы для Сбербанка, ВТБ, РСХБ. Зампред правления ВТБ Г. Моос ожидает, что это произойдет в 2010 г. На наш взгляд, это может стать одним из условий запуска Сбербанком программы депозитарных расписок (менеджмент считает главным необходимым условием стабилизацию финансовых рынков). Программа депозитарных расписок может стать хорошим драйвером роста акций, поскольку позволит существенно расширить базу инвесторов за счет тех иностранных фондов, декларация которых запрещает инвестировать в локальные акции.

Риски:

1. Хотя основная часть проблемных кредитов уже выявлена банками, остается высокая степень неопределенности в отношении того, какая часть вынужденно реструктурированных кредитов превратится в просроченные. Соответственно, остается риск необходимости сохранять высокие отчисления на резервирование и негативно отразиться на финансовых результатах и достаточности капитала банков.
2. Отмена с 1 июля льготного порядка резервирования, в результате которого банкам потребуется создать дополнительные резервы под плохие кредиты. По словам руководства ЦБ, антикризисные льготы будут отменяться постепенно, и оцениваемый ими объем досоздания резервов (до 90 млрд руб, скорее 50-70 млрд руб) не должно оказать серьезного давления на сектор.
3. Ужесточение требований к резервированию в отношении непрофильных активов (прежде всего, недвижимости, полученной в качестве отступного по кредитам) на банковских балансах. Несмотря на значительный объем таких активов у Сбербанка в абсолютном значении, в отношении к общему объему активов он составляет менее 5%. Они переоцениваются по справедливой стоимости ежеквартально, так что планируемые меры ЦБ, требующие оценки непрофильных активов с дисконтом к балансовой стоимости, уже с большой вероятностью заложены в банковской оценке активов.
4. Сокращение доступности оптового финансирования для российских компаний и/или ухудшение ситуации в экономике может негативно отразиться на кредитоспособности заемщиков.
5. Замедление роста российской экономики и восстановления кредитоспособности заемщиков может не позволить банкам реализовать планы по увеличению кредитных портфелей.
6. В случае развития долгового кризиса условия рефинансирования долгов банков могут ухудшиться, что может спровоцировать рост стоимости заимствований, дефицит ликвидности, а в худшем случае - кризис доверия на российском рынке МБК.
7. Трейдинговые доходы по ценным бумагам и валюте – продолжившаяся в 1Q10 положительная переоценка портфелей облигаций помогла банкам заметно улучшить финансовые результаты. В дальнейшем, вследствие ухудшения конъюнктуры рынков, мы не ожидаем повторения подобных результатов, более того, часть доходов 1Q может быть нивелирована вероятными убытками по ценным бумагам во 2Q.
8. В случае значительного снижения мировых цен на нефть и оттока капитала, можно ожидать усиления рисков девальвации рубля, что является в целом негативным фактором для банковского сектора.

В целом, **баланс потенциала роста и рисков, на наш взгляд, пока складывается в пользу инвестирования в российский банковский сектор.** При этом наиболее привлекательными остаются бумаги **Сбербанка (SBER, TP \$3.4, BUY)**. У банка лучшие в секторе показатели чистой процентной маржи, ликвидности, большой запас достаточности капитала, минимальная уязвимость к турбулентности на финансовых рынках. Благодаря возможности привлекать наиболее дешевые заимствования, Сбербанк может предлагать конкурентные условия кредитования в условиях жесткой конкуренции банков за заемщиков. У банка стабилизировалось качество кредитного портфеля и высок уровень покрытия NPL провизиями, что должно позволить ему продолжить сокращение отчислений в резервы до конца года.

Акции **ВТБ (VTBR, TP GDR \$5.4, HOLD)**, несмотря на рекордную прибыль по итогам 1Q10, по нашему мнению, менее привлекательны из-за большей уязвимости к рыночным рискам, ухудшению качества

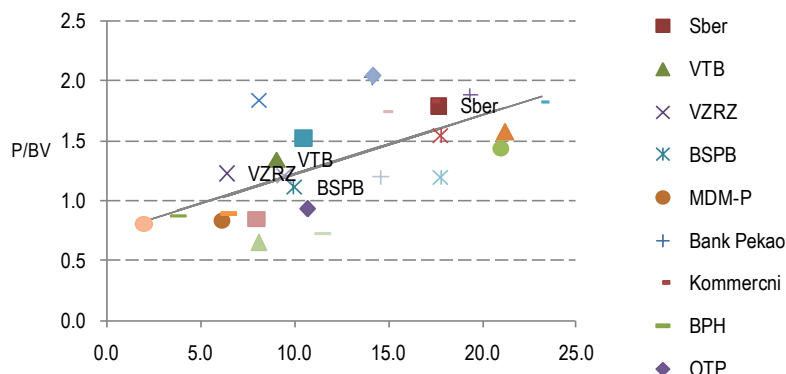
кредитного портфеля, традиционно высокой доли нестабильных доходов от трейдинга. Опубликованная в конце мая стратегия развития до 2013 г. воспринимается нами с осторожным оптимизмом – успешную переориентацию на показатели эффективности банку еще предстоит доказать.

У обоих госбанков в этом году ожидается рекордная прибыль. Так, менеджмент Сбербанка консервативно прогнозирует 100 млрд руб по итогам года, но по итогам отчетности за 2Q10 может повысить прогноз, наши ожидания - примерно 140 млрд руб против 24 млрд руб в 2009 г. и рекордных 106 млрд руб в 2007 г. Руководство ВТБ ожидает в 2010 г. прибыль по МСФО не менее 50 млрд руб, что является абсолютным рекордом и выглядит достижимым с учетом 15.3 млрд руб прибыли в 1Q10.

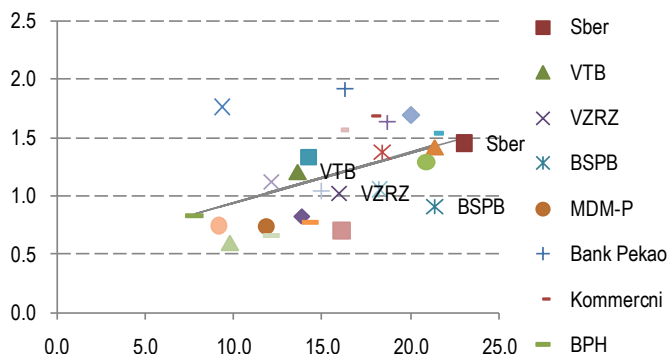
Акции **Возрождения (VZRZ, TP \$45, HOLD)** и **БСПб (STBK, TP 4.7, BUY)**, несмотря на высокий потенциал роста, пока остаются под давлением из-за разочаровывающих показателей прибыли 1Q10. Перелом настроений инвесторов возможен в случае улучшения показателей и прогнозов по итогам 1П10. В то же время, акции БСПб представляются предпочтительными для инвестирования вследствие значительно более привлекательных значений рыночных мультипликаторов. У БСПб, в отличие от Возрождения, достаточно комфортная ситуация с процентной маржой и лучшие в секторе показатели контроля над расходами.

Российские и мировые банки по сравнительным мультипликаторам. Сопоставление по показателям P/BV и ROE показывает, что по прогнозным показателям 2010 г. российские банки оценены примерно на уровне мировых аналогов, отражая ухудшение отношения рынка к финансовому сектору, ниже линии тренда оценивается БСПб и МДМ (прив). По прогнозным показателям 2011 г. Сбербанк, Возрождение, БСПб выглядят привлекательно по отношению к мировым аналогам.

Рис. 13 Соотношение оценки (P/BV) и рентабельности (ROE) российских и мировых банков 2010E



2011E



Источник – Bloomberg, прогнозы ИК Совлинк

**Телекоммуникационный сектор**

Продолжающийся процесс объединения МРК на базе Ростелекома (на всех ГОСАх уже было принято решение о присоединении) создает интересную картину. Котировки обыкновенных акций МРК выстроились на уровне цены выкупа, а волатильность упала до минимумов. Котировки привилегированных акций стоят в среднем на уровне на 15% ниже цены выкупа. Напомним, как будет проходить процесс реорганизации:

1. До середины августа у акционеров, бывших в реестре на дату закрытия и проголосовавших на ГоСА против присоединения (или не явившихся на него) существует возможность подать акции на выкуп до середины августа (см. Таб. 5)
2. В конце августа – середины сентября проходит выкуп (см. Таб. 5)
3. Проводятся Советы Директоров, на которых выносятся вопросы о выплате дивидендов за 9 месяцев (координационный совет Связьинвеста рекомендовал выплатить промежуточные дивиденды); дата закрытия реестров будет установлена после окончания выкупа акций (м.б. сразу на следующий день)
4. В начале февраля 2011 г. будут приостановлены торги акциями МРК приблизительно на 2 недели (торги акциями Ростелекома останавливаться не будут).
5. И в конце февраля предполагается, что новый выпуск акций объединенного Ростелекома появится на бирже.

Табл. 5 Основные даты процесса реорганизации

Название	Тикер, ММВБ	Дата ГОСА	Закрытие реестра	Предъявление акций к выкупу	Проведение Совета Директоров	Выкуп Акции
ВолгаТелеком	NNSI	21.06.2010	04.05.2010	до 05 августа 2010	до 10 августа 2010	до 04 сентября 2010
Дальсвязь	ESPK	28.06.2010	15.04.2010	до 12 августа 2010	до 17 августа 2010	до 11 сентября 2010
Ростелеком	RTKM	26.06.2010	07.05.2010	до 10 августа 2010	до 15 августа 2010	до 09 сентября 2010
Северо-Западный Телеком	SPTL	19.06.2010	30.04.2010	до 03 августа 2010	до 08 августа 2010	до 02 сентября 2010
Сибирьтелеком	ENCO	05.06.2010	16.04.2010	до 20 июля 2010	до 25 июля 2010	до 19 августа 2010
Уралсвязьинформ	URSI	23.06.2010	04.05.2010	до 07 августа 2010	до 12 августа 2010	до 06 сентября 2010
ЦентрТелеком	ESMO	25.06.2010	06.05.2010	до 09 августа 2010	до 14 августа 2010	до 08 сентября 2010
ЮТК	KUBN	16.06.2010	27.04.2010	до 31 июля 2010	до 05 августа 2010	до 30 августа 2010

Таким образом, получается, что где-то до середины августа котировки МРК не будут сильно превышать цены выкупа, т.к. тогда у акционеров, планирующих воспользоваться возможностью выкупа, появится шанс продать их дороже. Но с другой стороны сильного падения тоже не произойдет, т.к. тогда откроется более благоприятная возможность для входа в объединенную компанию.

Далее, у миноритариев, подающих акции на выкуп, когда уже будет точно известно, сколько акций всего подано, и сколько смогут выкупить, появится возможность арбитража - если рыночная цена будет ниже цены выкупа (правда, для его реализации придется входить в объединенный Ростелеком). Желающих поучаствовать в арбитраже может увеличиться при увеличении прибыли МРК во втором квартале, а значит и увеличении дивидендной доходности.

Табл. 6 Цены выкупа и конвертации

Название	Тикер, ММВБ	Текущая цена, руб		Цена выкупа, руб		Цена конвертации, руб	
		АО	АП	АО	АП	АО	АП
ВолгаТелеком	NNSI	94	78	97	97	135	106
Дальсвязь	ESPK	90	75	92	92	128	101
Ростелеком	RTKM	108	67	86	86	121	95
Северо-Западный Телеком	SPTL	20	17	21	21	29	23
Сибирьтелеком	ENCO	1,8	1,6	1,9	1,9	2,6	2,0
Уралсвязьинформ	URSI	1,0	0,9	1,0	1,0	1,4	1,1
ЦентрТелеком	ESMO	22	19	22	22	31	25
ЮТК	KUBN	4,4	4,0	4,5	4,5	6,2	4,9

Ниже, мы приводим прогноз дивидендов на основе результатов I квартала (см. Таб. 7) и анализ возможной доходности от входа в объединенную компанию. Для оценки стоимости объединенного Ростелекома мы используем сумму капитализаций МРК по ценам выкупа и ценам конвертации с учетом дисконта привилегированных акций Ростелекома в 60% (и без учета предполагаемой синергии). В результате получился коридор для цены обыкновенной акции Ростелекома : **92.1 – 122.3** рубля. В Таб. 8 приводится вилка предполагаемых доходностей от входа в объединенную компанию по текущим ценам – выход сразу после появления акций объединенного выпуска на бирже.

Табл. 7 Прогноз дивидендов

Название	Тикер, ММВБ	Прибыль, млн рублей								Дивиденды, руб.		Дивидендная доходность, от текущей цены	
		2009	1q 2010	YoY, %	Доля 1q*	2010E	YoY, %	Доля 3q*	3q 2010E	АО	АП	АО	АП
		ВолгаТелеком	NNSI	4 263	1280	67%	24%	5350	26%	72%	3873	2,4	4,7
Дальсвязь	ESPK	2 171	506	-21%	30%	1678	-23%	95%	1591	2,5	5,1	2,8%	6,8%
Ростелеком	RTKM	5 102	1029	-48%	31%	3354	-34%	97%	3255	0,7	1,3	0,6%	2,0%
Северо-Западный Телеком	SPTL	3 473	1424	1482%	30%	4792	38%	91%	4372	0,7	1,7	3,6%	10,2%
Сибирьтелеком	ENCO	2 345	854		31%	2738	17%	97%	2656	0,03	0,07	1,8%	4,3%
Уралсвязьинформ	URSI	4 069	2055	109%	26%	7990	96%	65%	5230	0,02	0,07	2,4%	7,8%
ЦентрТелеком	ESMO	5 059	1469	127%	26%	5706	13%	72%	4119	0,4	0,8	1,8%	4,2%
ЮТК	KUBN	1 846	939		27%	3460	87%	94%	3259	0,2	0,3	3,8%	8,4%

* - доля квартала в годовой прибыли, в среднем за 2000-2009 годы

Табл. 8 Анализ доходности от выхода в объединенный Ростелеком с учетом выплаты дивидендов

Название	Тикер, ММВБ	Минимальная доходность		Максимальная доходность	
		АО	АП	АО	АП
ВолгаТелеком	NNSI	12%	11%	48%	45%
Дальсвязь	ESPK	12%	10%	47%	44%
Ростелеком	RTKM	-14%	-15%	13%	12%
Северо-Западный Телеком	SPTL	13%	13%	49%	47%
Сибирьтелеком	ENCO	12%	3%	48%	36%
Уралсвязьинформ	URSI	9%	4%	43%	35%
ЦентрТелеком	ESMO	12%	5%	48%	38%
ЮТК	KUBN	13%	3%	48%	33%

Столь низкая доходность для «префов» Ростелекома может компенсироваться дальнейшей дивидендной политикой объединенной компании. Компания обещает выплачивать дивиденды на «префы» на уровне 10% от чистой прибыли (и порядка 5% на «обычку»). Тогда как на «префы» будет всего приходится около 8% УК компании. Правда, от дополнительного «уравновешивающего» выпуска «префов» тут застраховаться нельзя.

Безусловным минусом предложенной стратегии является возможный отказ от выплаты промежуточных дивидендов и слишком большая растянутасть по времени. С другой стороны весь этот процесс тянется уже столько лет, и казалось бы, завершение так близко, что государство (в лице Связьинвеста) может и подыграть миноритариям, выполнив все свои обещания.

**Инфраструктурный сектор****Табл. 9 Инвестиционные рекомендации по акциям сектора**

Company	Market Price, \$	Target Price, \$	Upside, %	Recom.	Price chg, %	
					YTD	1 month
VLGM	57,5	85	48%	Under review*	-5%	-8%
KGES	23	87	278%	Under review*	-16%	0%
TRGM	0,23	0,47	103%	BUY	-11%	-8%

* - в ожидании отчетов за второй квартал

Вложения в компании инфраструктурного и пищевого секторов рассматриваются нами, прежде всего, как защитные. Ввиду возросшей волатильности и общей нервозности участников рынка, компании, имеющие государственный заказ или обеспеченные стабильным спросом на свою продукцию, возможно, будут обладать большей устойчивостью котировок.

Основными факторами роста (или отсутствие сильного падения – как худший вариант) в инфраструктурном секторе, на наш взгляд, будут являться заказы, связанные со строительством в рамках ФЦП «Развитие транспортной системы России на 2015-2020 гг.», подготовкой к Олимпиаде в Сочи и развитием атомной энергетики.

Программа по развитию транспортной системы прежде всего будет направлена на развитие транспортного коридора «Восток - Запад»: Япония - Европа с ответвлением на Китай (Корею, Монголию и пр.), повышение транспортной подвижности населения (улучшение существующих и прокладка новых дорог). Всего на программу должно быть выделено 13.5 трлн рублей, в том числе 4.6 трлн из средств федерального бюджета.

Объем программы по развитию атомного энергетического комплекса России на 2007-2015 гг. - 1 471,4 млрд, причем 674,8 млрд приходится на федеральный бюджет. В конце февраля 2010 года премьер РФ Владимир Путин подписал выделение 53 млрд на строительство АЭС в 2010 году. Целевой показатель программы – увеличение доли атомной электроэнергии до 19% (в 2005 на уровне 16%).

Дорожное строительство

Основные драйверы роста в акциях мостостроительных компаний – господдержка (см. Таб. 10) и готовящееся IPO Мостотреста, крупного строительного холдинга с выручкой порядка \$1.5 млрд, которое привлечет интерес инвесторов ко всему сектору. По словам одного из владельцев компании Михаила Абызова, ориентировочные сроки размещения – осень 2010-начало 2011 года. В ближайшее время Мостотрест опубликует отчетность по МСФО, где как ожидается, консолидирует финансовые результаты недавно приобретенных 50% «Инжтрансстрой» и 50.1% ООО «Трансстроймеханизация» (ранее компания сообщила о консолидации блокирующего пакета в Мостострой-11).

Табл. 10 Распределение средств ФЦП по регионам

Регионы страны	Длина дороги,		Кол-во погонных метров дополнительных сооружений (мосты, путепроводы и пр.)		Стоимость, млн руб	
	км	в %		в %		в %
ЮГ	130	1.8%	4223	7.0%	60 181	2.1%
Север	39	0.5%	388	0.6%	2 440	0.1%
Европейская часть	5792	78.0%	37827	62.8%	2 589 181	89.3%
Сибирь	1200	16.2%	13414	22.3%	218 481	7.5%
Дальний восток	263	3.5%	4392	7.3%	27 641	1.0%
ВСЕГО	7424		60 244		2 897 924	

Источник – данные ФЦП, оценка ИК Совлинк

На фоне Мостотреста, по нашему мнению, привлекательно выглядит компания **Волгомост** (вторая по размеру выручки в этом секторе). Недавно компания сообщила о получении новых заказов, общим объемом

около 7.2 млрд рублей до 2014 года, что позволит ей, по нашим оценкам, рассчитывать на выручку в 2010-2011 гг. как минимум на уровне 10-11 млрд рублей. Это должно развеять опасения инвесторов о том, что портфель заказов компании сильно сократится после завершения строительства пяти внеклассовых мостов. Напомним, эти опасения возникли после публикации финансовых результатов за I квартал, оказавшихся хуже прогнозов: выручка снизилась на 28%, прибыль на 75%. Однако причина снижения - неравномерное поступление средств от заказчиков, и мы надеемся на улучшение ситуации во втором квартале.

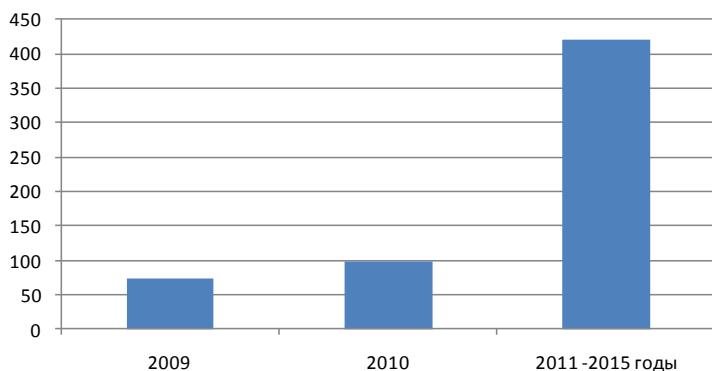
В конце марта года компания сообщила о покупке 100% «Межрегиональной инвестиционной компании» почти за 3.2 млрд рублей. «МИК» владеет 82% ОАО «Гипротрансмост» (занимается проектированием мостов). В конечном счете данная покупка позволит Волгомосту расширить портфель заказов.

Опираясь на текущие финансовые результаты за апрель 2009 года – март 2010, мы рекомендуем покупать **Волгомост с целевой ценой в \$85 за обыкновенную акцию**. После появления отчетности за второй квартал оценка может быть пересмотрена.

Атомное строительство

Ожидаемое строительство АЭС должно затронуть практически все крупнейшие инфраструктурные компании. Особый интерес в данном случае представляют компании, еще не вовлеченные в «атомную стройку», для которых такая возможность позволит сильно улучшить свои финансовые показатели.

Рис 14. Строительство новых энергоблоков атомных электростанций, млрд руб



Источник - ФЦП «Развитие атомного энергопромышленного комплекса России на 2007-2010 годы и на перспективу до 2015 года»

Из подобных компаний мы выделяем **Трест Гидромонтаж (trgm, TP – \$0.47)** и **Камэсэнергострой (kges, TP – \$87)**. Обе компании обладают достаточно диверсифицированным портфелем заказов, и показывают неплохие результаты и без участия в строительстве АЭС.

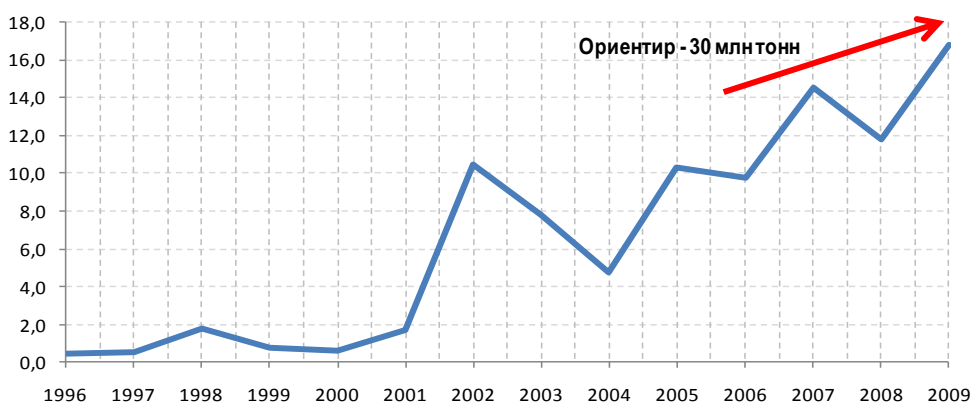
Камэсэнергострой – крупнейшая строительная компания Татарстана, основную долю в текущем портфеле заказов строительство объектов для проведения Универсиады 2013 в Казани и в ОЭЗ «Алабуга». Компания уже получила необходимые лицензии для строительства атомных объектов и имеет договоренности на высшем уровне о подключении к участию в ФЦП. Мы ожидаем, что публикация консолидированной отчетности компании за 2009 год подтвердит оценку.

Трест Гидромонтаж – крупнейшая в России организация предоставляющая технические решения для гидротехнических сооружений. В настоящее время портфель заказов компании в основном опирается на инвестиционные программы РусГидро и Русала. За свою историю компания уже участвовала в 5 «атомных» стройках, в частности последняя – АЭС в Бушере. Дополнительным фактором роста выручки для Гидромонтажа должны стать ремонтные работы на Саяно-Шушенской ГЭС вкупе с обновлением инфраструктуры на водных путях РФ (подпрограмма развития транспортной системы РФ).

**Пищевой сектор****Табл. 11 Инвестиционные рекомендации по акциям сектора**

Company	Market Price, \$	Target Price, \$	Upside, %	Recom.	Price chg, %	
					YTD	1 month
NBAM	68	100	47%	BUY	17%	1%
GRAZ	1,3	2,1	62%	BUY	-13%	0%

Здесь мы, прежде всего, ориентируемся на основу сектора – крупные агрохолдинги. Неудавшееся IPO Русагро, несомненно, охладило интерес инвесторов к этому сектору. Однако мы надеемся, что намерения правительства РФ по увеличению экспорта зерна в ближайшее время и ожидаемое восстановление цен на зерно вселят в рынок оптимизм.

Рис 15. Экспорт пшеницы из РФ, млн тонн

Источник - Данные Росстата

В этом секторе мы обращаем внимание на компанию **Разгуляй (graz, TP \$2.1)**. В I квартале компания снизила объемы торговли зерном, увеличив торговую наценку. За счет этого и роста цен на сахар удалось увеличить показатель EBITDA до 1.3 млрд рублей (рост на 67%), выручка снизилась на 23% - до 5.8 млрд. На момент предполагаемого размещения Русагро Разгуляй стоил на 20% дешевле по мультипликатору EV/EBITDA (сейчас уже на 36%). По нашему мнению, опасения инвесторов о неспособности компании обслуживать текущий долг (что уж говорить о планах по его сокращению) могут рассеяться уже в третьем квартале – с этого момента компания обещала наладить выпуск ежеквартальных отчетов по стандартам МСФО. Группа уже полностью реструктуризовала кредитный портфель – доля долгосрочных кредитов (4-7 лет и более) достигла 73%.

Еще одна привлекательная отрасль – рыболовная. Ожидаемые законодательные изменения вкупе с ФЦП по поддержке отрасли должны принести свои плоды. Правительство РФ планирует выделить 231 млрд – из федерального бюджета (общий объем программы 458 млрд). В первую очередь эти деньги будут направлены развитие научной базы, модернизацию соответствующей инфраструктуры и стимулирование производителей на переход к более глубокой переработке сырья. Целевой показатель данной программы – среднедушевое потребление рыбопродуктов должно вырасти к 2020 г. до 28 кг в год (сейчас на уровне 15 кг), в вылов биоресурсов увеличится до 6.6 млн тонн (рост на 84%).

Единственная более-менее ликвидная компания в отрасли – **Находкинская база активного морского рыболовства (nbam, TP \$100)**. Помимо демонстрации неплохой динамики финансовых показателей (рост выручки в 2009 году – на 38%, прибыли 179%, в I квартале 2010 – 25% и 1% соответственно) компания стабильно выплачивает дивиденды – ожидаемая доходность в 2010 году составит 15% по «обычке» и 10% по «префам».

Рекомендации по ценным бумагам

STRONG BUY:	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
BUY:	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
HOLD:	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
SELL:	«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
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.