



Цифры дня

\$2 трлн.

... может составить новый пакет помощи американской экономики

-16%

... составило снижение продаж Алроса по итогам 2020г.

- Настроения на мировых рынках противоречивые
- Сегодня с утра ожидаем бокового движения рубля по отношению к основным мировым валютам. Несмотря на снижение цен на нефть, рубль сможет удержать текущие позиции, поддержанный умеренным укреплением валют развивающихся стран.
- Сегодня ожидаем нейтрального открытия торгов на российском рынке, в результате чего индекс МосБиржи удержит позиции в середине диапазона 3450-3500 пунктов
- Первые в этом году аукционы Минфина РФ прошли со скромными результатами

Корпоративные и экономические события

- Транснефть ожидает в 2021 г. небольшого снижения транспортировки нефти к 2020 г. из-за ОПЕК+, но роста выручки
- Продажи АЛРОСА в декабре выросли на 34%, до \$522 млн



Календарь



Корпновости



Техмонитор

Отсканируйте QR-код и получайте актуальную аналитику в своем Telegram!

<https://t.me/macrosresearch>



Наши прогнозы и рекомендации

Конъюнктура мировых фондовых рынков

В середине недели мировые рынки перешли в консолидацию у достигнутых значений. Вновь сдерживающим фактором для дальнейшего подъема выступила динамика американских казначейских облигаций, доходности которых возобновили рост. Поводом выступила информация, что новый план помощи американской экономике от администрации Дж. Байдена может составить порядка 2 трлн долл. Несмотря на то, что данный план является позитивным фактором для американской экономики и должен поддержать ее восстановление, инвесторы опасаются, что он приведет к росту инфляции и в долгосрочном плане к необходимости более раннего, чем ожидалось, ужесточения денежно-кредитной политики в США.

Вторым важным фактором для рынков остается ситуация с коронавирусом. Рынки позитивно реагируют на активный процесс вакцинирования, что в дальнейшем должно помочь побороть пандемию. Однако высокие темпы распространения заболевания ведут к необходимости продления или ужесточения карантинных ограничений в некоторых странах. Появление новых штаммов вируса, которые могут поставить под вопрос эффективность вакцинации, продолжает вызывать опасения игроков.

В результате рынки замерли в ожидании новых поводов для направленного движения. Сегодня инвесторы ожидают представления первой части плана Дж. Байдена по стимулированию американской экономики, что может вывести рынки из консолидации.

Если же говорить о настроениях на мировых рынках на утро четверга, то их можно охарактеризовать, как противоречивые. Так, в Азии ведущие площадки демонстрируют разнонаправленную динамику. Фьючерсы на основные американские индексы умеренно растут. Из важных макроэкономических событий сегодня выделим предварительные данные по ВВП Германии и заявкам на пособие по безработице в США, а также выступление председателя ФРС Дж. Пауэлла.

Товарные рынки

Цены на нефть Brent в среду немного снизились, мартовский фьючерс торгуется на уровне 56 долл./барр. Статистика от Минэнерго США также, как ранее API, показала снижение запасов сырой нефти на 3,2 млн барр. Запасы бензинов выросли на 4,4 млн барр., дистиллятов - на 4,8 млн барр. Спрос на топливо остается на 11% ниже, чем год назад. Несмотря на ужесточение карантинных в Европе и скачок заболевших в Китае, рынок живет ожиданиями вакцинации. Также скорое принятие нового пакета экономических стимулов в США подогреет оптимизм инвесторов и удержит сырье от сильного снижения. Блок данных по Китаю (рекордный рост импорта нефти за 2020 г.) также играет в плюс. Тем не менее, продолжаем считать текущие уровни цен на нефть перекупленными и не оправданными фундаментально. На фоне вялых перспектив быстрого восстановления спроса на энергоносители **ждем снижения Brent в нижнюю часть диапазона 50-55 долл./барр.**

Российский валютный рынок

В среду доллар к рублю прибавил 0,3%, евро, напротив снизился на 0,2%. **Сегодня с утра ожидаем бокового движения рубля по отношению к основным мировым валютам.** Несмотря на снижение цен на нефть, рубль сможет удержать текущие позиции, поддержанный умеренным укреплением валют развивающихся стран. В результате пара доллар/рубль сохранит позиции в районе 73,7 рубля. При этом **в ходе торгов возможны попытки возобновления негативной динамики в американской валюте, что позволит ей сделать еще один шаг к нижней границе диапазона 73-75 рублей, в котором доллар движется с начала года.**

Российский рынок акций

По итогам среды индекс МосБиржи потерял символические 0,04%. **Сегодня, учитывая внешний фон, ожидаем нейтрального открытия торгов на российском фондовом рынке.** Некоторое отступление цен на нефть будет компенсировано позитивной динамикой фьючерсов на американские индексы. В результате индекс МосБиржи продолжит движение в диапазоне 3450-3500 пунктов. При этом в ходе сессии, в случае улучшения внешней конъюнктуры, **возможны попытки возобновления роста на нашем рынке и выхода индекса МосБиржи к верхней границе данного коридора.**

Российский рынок облигаций

В среду доходность 10-летних ОФЗ выросла до 6,02% годовых (+5 б.п.). Давление на рынок оказало снижение нефтяных цен, а также слабый интерес инвесторов к аукционам по размещению нового госдолга. Вчера Минфин РФ разместил 7-летние ОФЗ-ПД 26236 лишь на 10,2 млрд руб., предоставив премию 5 б.п. к закрытию вторника. Спрос на выпуск составил скромные 15,3 млрд руб. Объем продаж инфляционных ОФЗ-ИН 52003 составил 21 млрд руб. при спросе 33,6 млрд руб.

В этом году Минфин планирует занять 2,75 трлн руб., в том числе 1 трлн руб. в I квартале. Складывающаяся в начале года конъюнктура (слабый спрос нерезидентов, отсутствие свободной ликвидности у локальных игроков, высокая инфляция) предвещает сложности с реализацией намеченных планов. Спасти ситуацию может предложение новых флоатеров, которые интересны крупным локальным игрокам для хеджирования процентного риска.

Сегодня доходность 10-летних ОФЗ может вырасти еще на 2-5 б.п., отыгрывая рост доходности UST-10 на фоне вероятного объявления новых бюджетных стимулов в США на 2 трлн долл.

Корпоративные и экономические события

Транснефть ожидает в 2021 г. небольшого снижения транспортировки нефти к 2020 г. из-за ОПЕК+, но роста выручки

Компания планирует транспортировать 439,1 млн тонн нефти по сравнению с 442,3 млн тонн в 2020 году и 36,3 млн тонн нефтепродуктов (в 2020 году 37,9 млн тонн). При этом с учетом индексации тарифов и увеличения размера выручки от реализации нефти в КНР плановый размер выручки компании увеличится на 4% (до 988,6 млрд руб.) по сравнению с уровнем 2020 года.

НАШЕ МНЕНИЕ: С учетом сохранения действия сделки ОПЕК+, пусть и в меньших объемах, в 2021 г. транспортировка нефти по системе Транснефти будет снижена. Но в целом дальнейшее восстановление рынка нефти и объемов добычи нефти в России (согласно плану ОПЕК+, объемы сокращения добычи постепенно уменьшаются с января 2021 г.) окажет поддержку операционным и финансовым показателям Транснефти.

Продажи АЛРОСА в декабре выросли на 34%, до \$522 млн

Общий объем продаж алмазно-бриллиантовой продукции АЛРОСА в декабре 2020 г. составил \$521,6 млн, что на 34% выше уровня предыдущего месяца (\$390 млн). В том числе продажи алмазного сырья составили \$470,3 млн, бриллиантов - \$51,2 млн. Всего за 2020 г. продажи алмазно-бриллиантовой продукции АЛРОСА достигли \$2,802 млрд, что на 16% ниже уровня 2019 г. (\$3,338 млрд).

НАШЕ МНЕНИЕ: Высокие продажи декабря были связаны с сохраняющимся уверенным спросом со стороны гранильного сектора и благодаря реализации накопленного ранее стока. Компания рассчитывает на стабильность продаж в первом квартале на фоне продолжающегося восстановления спроса на ювелирные украшения. В связи с этим ожидаем улучшения финансовых результатов Алроса в текущем году и продолжения роста стоимости их акций.

Индикаторы рынков на утро

Фондовые индексы	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Россия				
Индекс МосБиржи	3 470	0,0%	2,9%	6,6%
Индекс РТС	1 487	0,1%	4,3%	6,3%
Индекс РТС на вечерней сессии	1 485	0,1%		
Фьючерс на РТС на веч. сессии	147 950	0,0%		
США				
S&P 500	3 810	0,2%	1,6%	4,5%
Dow Jones (DJIA)	31 060	0,0%	0,7%	4,0%
Dow Jones Transportation	12 972	-0,6%	2,1%	4,8%
Nasdaq Composite	13 129	0,4%	3,0%	5,5%
Ближайший фьючерс на S&P 500*	3 813	0,2%	0,5%	4,8%
Европа				
EUROtop100	2 960	0,0%	0,4%	3,8%
Euronext 100	1 124	0,1%	0,3%	2,5%
FTSE 100 (Великобритания)	6 746	-0,1%	-1,4%	3,3%
DAX (Германия)	13 940	0,1%	0,3%	5,4%
CAC 40 (Франция)	5 663	0,2%	0,6%	2,4%
АТР				
Nikkei 225 (Япония)*	28 698	0,8%	6,1%	3,3%
Taiex (Тайвань)*	15 707	-0,4%	3,2%	6,9%
Kospi (Корея)*	3 146	-0,1%	3,8%	10,5%
BRICS				
JSE All Share (ЮАР)	63 475	-0,1%	0,7%	6,7%
Bovespa (Бразилия)	121 933	-1,7%	2,4%	6,4%
Hang Seng (Китай)*	28 426	0,7%	28,7%	8,4%
Shanghai Composite (Китай)*	3 583	-0,4%	0,2%	6,4%
BSE Sensex (Индия)*	49 531	0,1%	3,0%	7,1%
MSCI				
MSCI World	2 740	0,2%	0,2%	4,6%
MSCI Emerging Markets	1 364	0,8%	3,2%	9,1%
MSCI Eastern Europe	250	0,5%	2,6%	4,6%
MSCI Russia	714	0,1%	4,4%	6,8%
Товарные рынки				
Сырьевые товары				
Нефть WTI spot, \$/барр.	52,9	-0,6%	4,5%	13,6%
Нефть Brent spot, \$/барр.	55,5	-0,1%	3,1%	11,0%
Фьючерс на WTI, \$/барр.*	52,9	-0,1%	4,0%	12,5%
Фьючерс на Brent, \$/барр.*	55,9	-0,3%	2,8%	11,2%
Медь (LME) spot, \$/т	7995	0,4%	-0,4%	3,1%
Никель (LME) spot, \$/т	17627	0,1%	-0,5%	2,3%
Алюминий (LME) spot, \$/т	2016	-0,1%	-0,8%	0,4%
Золото spot, \$/унц*	1840	-0,3%	-3,9%	0,7%
Серебро spot, \$/унц*	25,2	-0,1%	-7,1%	5,7%

Отраслевые индексы	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
S&P рынок США				
S&P Energy	326,3	-0,8	5,8	10,4
S&P Oil&Gas	280,5	-2,1	7,2	14,9
S&P Oil Exploration	573,7	-2,8	1,0	5,9
S&P Oil Refining	482,9	-1,1	0,5	10,2
S&P Materials	182,2	-1,2	-1,8	14,1
S&P Metals&Mining	772,7	-1,0	0,1	3,0
S&P Capital Goods	758,6	-0,9	0,4	2,7
S&P Industrials	156,8	0,4	12,4	22,0
S&P Automobiles	115,2	0,7	12,9	21,0
S&P Utilities	318,5	1,9	0,0	1,9
S&P Financial	520,1	-0,1	2,6	11,7
S&P Banks	348,7	-0,3	4,4	17,3
S&P Telecoms	214,9	0,4	-1,1	-2,3
S&P Info Technologies	2 284,6	0,6	2,7	4,3
S&P Retailing	3 580	0,4	1,5	3,3
S&P Consumer Staples	682,4	0,2	-0,8	-0,8
S&P Consumer Discretionary	1 347,1	0,2	3,2	6,4
S&P Real Estate	221,6	1,4	1,2	-0,3
S&P Homebuilding	1 327,9	0,0	3,4	-0,2
S&P Chemicals	798,1	-0,9	1,3	10,1
S&P Pharmaceuticals	794,1	-0,2	1,4	4,4
S&P Health Care	1 364,2	0,3	1,5	5,9

Отраслевые индексы MMBB	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Металлургия	10 675	-0,8	-0,3	5,6
Нефть и газ	7 974	0,9	5,5	7,0
Эл/энергетика	2 322	-1,3	-0,5	3,0
Телекоммуникации	2 324	-0,7	-0,9	2,7
Банки	9 267	-0,3	5,7	4,9

Валютные рынки	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Внешний валютный рынок				
Индекс DXY	90,35	0,0	0,6	-0,4
Евро*	1,215	0,0	-1,0	0,1
Фунт*	1,363	0,0	0,5	2,3
Швейц. франк*	0,888	0,0	-0,3	-0,1
Йена*	104,0	-0,1	-0,2	0,0
Канадский доллар*	1,269	0,1	0,0	0,6
Австралийский доллар*	0,776	0,4	-0,1	3,0
Внутренний валютный рынок				
USDRUB	73,76	-0,3	0,2	0,2
EURRUB	89,61	0,2	2,3	0,1
Бивалютная корзина	80,90	0,1	1,8	0,1

Долговые и денежные рынки	Значение	1Д, б.п.	1Н, б.п.	1М, б.п.
Доходность гособлигаций				
US Treasuries 3M	0,076	0,0	-0,3	1,3
US Treasuries 2 yr	0,147	0,2	1,0	3,2
US Treasuries 10 yr	1,111	-1,9	3,1	21,7
US Treasuries 30 yr	1,842	-3,0	-1,1	21,3

Ставки денежного рынка	Значение	1Д, б.п.	1Н, б.п.	1М, б.п.
LIBOR overnight	0,086	-0,1	-0,1	0,3
LIBOR 1M	0,127	0,1	-0,4	-3,1
LIBOR 3M	0,234	0,9	-0,3	1,7
EURIBOR overnight	-0,589	-0,1	-0,2	-0,5
EURIBOR 1M	-0,553	0,2	2,0	0,1
EURIBOR 3M	-0,549	0,1	0,3	-0,6
MOSPRIME overnight	4,500	-9,0	-5,0	7,0
MOSPRIME 3M	4,880	-2,0	-4,0	-5,0

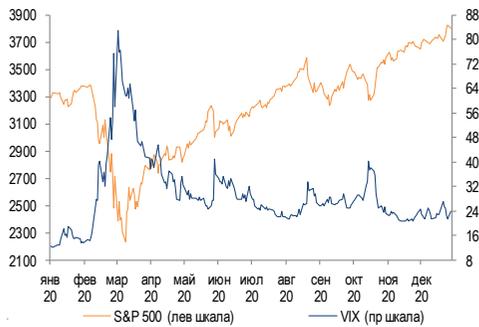
Кредитные спрэды, б.п.	Значение	1Д, б.п.	1Н, б.п.	1М, б.п.
CDS Inv.Grade (USA)	50	-1,7	-0,3	-4,4
CDS High Yield (USA)	296	-5,9	1,6	-8,9
CDS EM	163	-2,1	8,6	-0,6
CDS Russia	87	0,0	-2,2	9,8

Итоги торгов ADR/GDR	Значение	1Д, %	1Н, %	Спрэд
Нефтянка				
Газпром	6,1	-0,1	0,3	-1,0%
Роснефть	6,4	2,5	0,5	-0,1%
Лукойл	77,5	0,8	5,2	-0,5%
Сургутнефтегаз	5,0	-0,2	0,1	-0,5%
Газпром нефть	22,9	3,1	0,6	4,1%
НОВАТЭК	190	1,6	17,4	0,1%
Цветная металлургия				
НорНикель	34,9	1,1	3,6	0,4%
Черная металлургия				
Северсталь	18,1	-0,3	-0,3	0,3%
НЛМК	29,5	-0,5	-0,1	0,0%
ММК	10,1	-0,6	-0,5	-0,7%
Мечел ао	2,1	0,1	0,2	48,7%
Банки				
Сбербанк	15,7	-1,9	0,3	0,1%
ВТБ ао	1,0	-1,8	0,0	-5,4%
Прочие отрасли				
МТС	9,2	-1,1	0,0	1,0%
Магнит ао	17,3	-0,9	-1,1	14,6%

* данные приведены по состоянию на 8:00 мск
Источник: Bloomberg, Reuters

Рынки в графиках

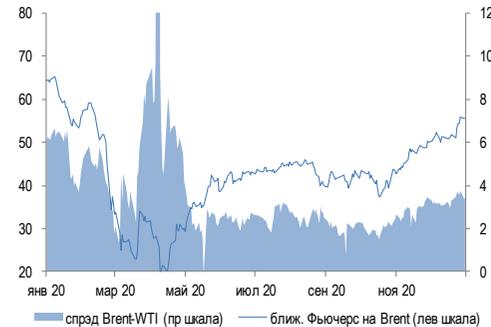
S&P 500 и индекс вмен. волатильности VIX



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

S&P500 продолжает тяготеть к росту в расчете на сохранение благоприятной ситуации в экономике и позитивные сигналы со стартового сезона отчетности в США, от которого ждут позитивных прогнозов компаний на 2021 г. Поддержку рынку, нивелируя фактор перегретости, оказывают и ожидания расширения стимулов со стороны администрации Дж. Байдена. Мы ждем ослабления повышательного импульса и перехода к коррекции.

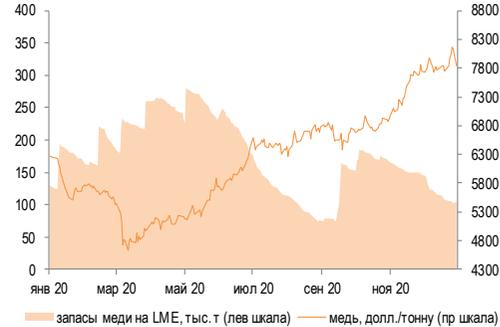
Фьючерс на Brent и его спрэд к WTI, долл./барр.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Цены на нефть Brent пытаются идти выше зоны 50-55 долл./барр. на фоне общерыночной эйфории и заметного роста инфляционных ожиданий ввиду планов по стимулированию экономики США. Тем не менее, рассчитываем на откат к нижней границе диапазона на фоне ослабления покупок и неуверенности в устойчивости спроса в условиях затягивания периода действия карантинов на Западе и ухудшения ситуации в Азии.

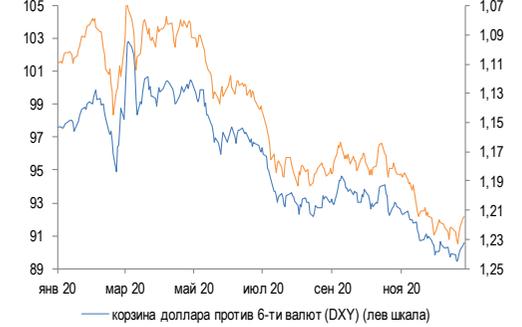
Цены и запасы меди на LME



Источник: LME, Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Цены на промышленные металлы начали год с роста, правда в последние дни сказывается негативное влияние укрепления курса доллара. За счет Китая и благодаря улучшению экономических условий в других регионах в 2021 году стоит ожидать высокого спроса на металлы. Медь имеет сильные фундаментальные факторы, что позволит ей закрепиться выше 8000 долл./т. Реализация «зеленой» программы в автопроме и энергетике играет также в пользу никеля.

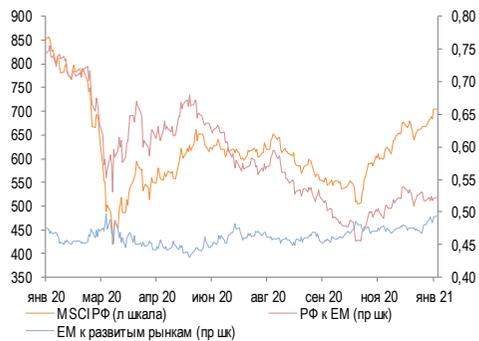
Динамика отдельных валютных пар



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Пара EURUSD проторговывает нижнюю часть диапазона 1,20-1,25, поддерживаемая уверенностью рынков в расширении экономических стимулов в США. Мы ждем некоторого давления на евро во второй половине января, но полагаем, что текущие ценовые уровни сохраняют свою актуальность.

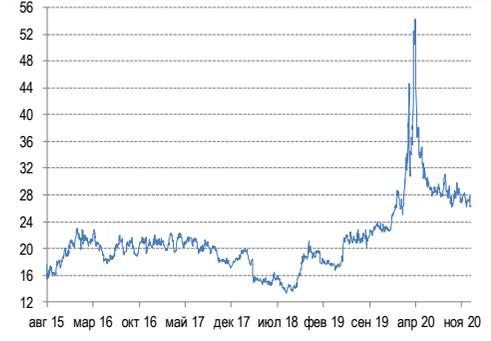
Отношения индексов MSCI и MSCI Russia



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Рынок РФ в начале года движется схоже с MSCI EM, не вполне учитывая ралли на рынке нефти. MSCI EM, в свою очередь, опережает MSCI World, ввиду всплеска спроса на активы развивающихся стран.

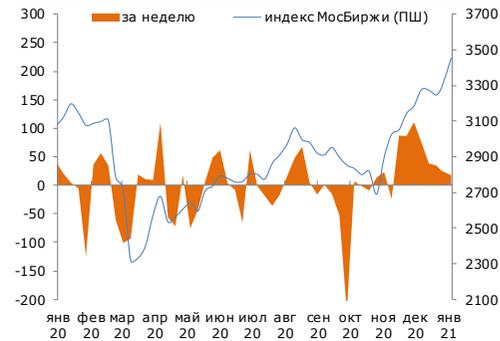
Отношение индекса PTC и нефти Brent



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

RTS/Brent ratio опустился ниже экономически оправданной зоны 28-32x ввиду ралли на рынке нефти, не вполне отражаемого в рыночных котировках. По нашим оценкам, цены на нефть выглядят несколько перегретыми, что препятствует переоценке рынка акций.

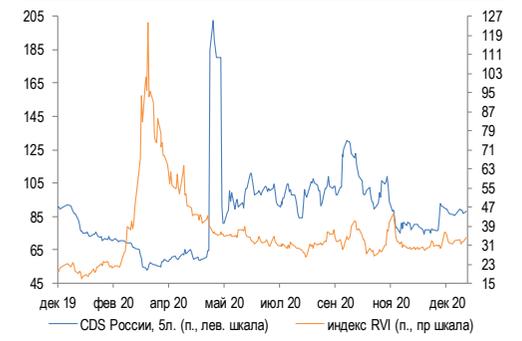
Потоки капиталов в фонды акций Russia-dedicated, млн долл.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

За неделю, завершившуюся 8 января, в биржевые фонды акций, ориентированные на российский фондовый рынок, по нашим расчетам, наблюдался приток капитала в размере 17 млн долл.

Индекс вмен. волатильности RVI и CDS России

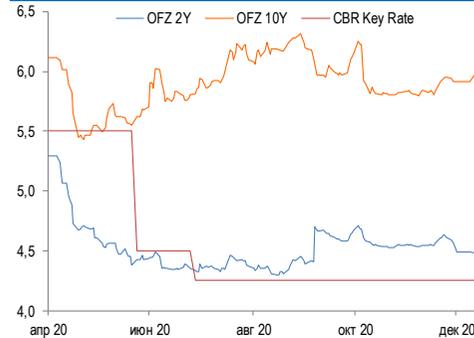


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Российские CDS и RVI демонстрируют слабый рост, оставаясь на уровнях, указывающих на невысокие оценки страновых рисков.

Рынки в графиках

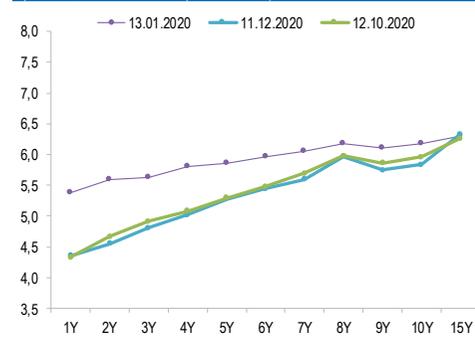
Доходность ОФЗ, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Рост доходности облигаций развитых стран в начале нового года отразился и на рублевых облигациях. Доходность 10-летних ОФЗ вернулась к 6,0% годовых. В условиях перехода банковской системы к структурному дефициту ликвидности ожидаем слабый спрос локальных игроков на новый госдолг. Высокая инфляция также ограничивает потенциал роста цен ОФЗ в первом квартале 2021 г.

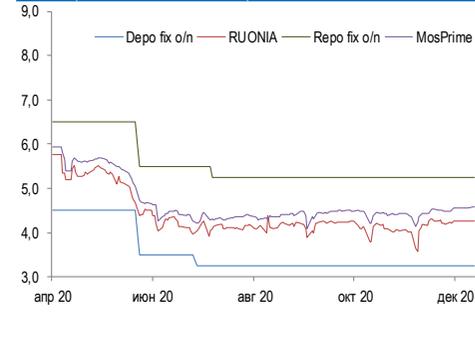
Кривая доходности ОФЗ различной срочности



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Премия в доходности 10-летних и 1-летних ОФЗ в размере ~175 б.п. отражает риски скорого перехода к нейтральной политике ЦБ (повышения ставки в диапазон 5-6%). На фоне ускорения инфляции рекомендуем увеличивать позиции во флоутерах.

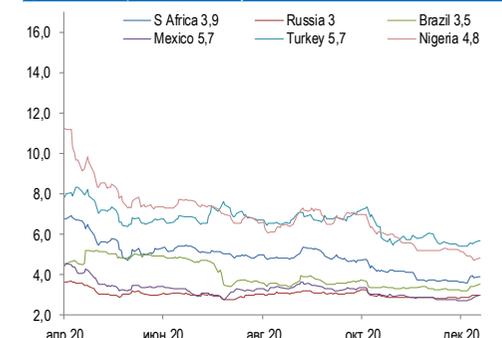
Ставки ЦБ РФ и межбанковского рынка



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

ЦБР оставил ключевую ставку на уровне 4,25% в сентябре-декабре. Длительная пауза в цикле смягчения ДКП обусловлена ускорением инфляции.

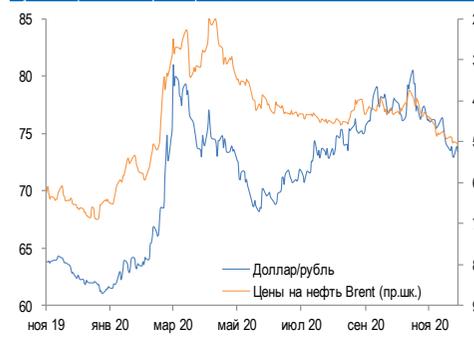
Доходность евробондов EM 10у, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

За счет низкой долговой нагрузки и накопленных ЗВР российские евробонды выглядят лучше остальных EM. Однако кредитные спрэды бумаг уже не позволяют рассчитывать на существенный рост котировок: для Russia `29 видим актуальным диапазон доходности 2,1 - 2,4% годовых.

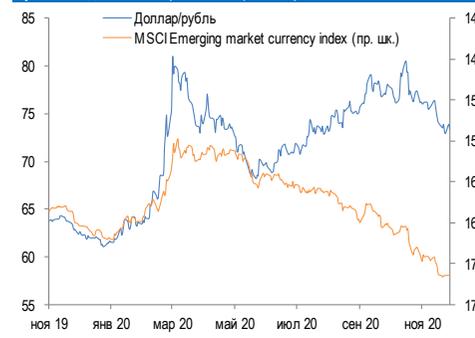
Рубль и цены на нефть марки Brent



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Подъем цен на нефть, прошедший на ожиданиях новых стимулов в США и действиях Саудовской Аравии по снижению добычи, не стал достаточным поводом для укрепления рубля. Учитывая удержание нефтью марки Brent позиций в районе 55 долларов за баррель не видим поводы для попыток укрепления национальной валюты в ближайшие сессии.

Рубль и индекс валют развивающихся стран



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Индекс валют развивающихся стран продолжает двигаться у локальных максимумов, несмотря на восстановление доллара по отношению к основным мировым валютам. Поддержку валютам EM оказывает ожидание принятия нового крупного плана по стимулированию американской экономики.

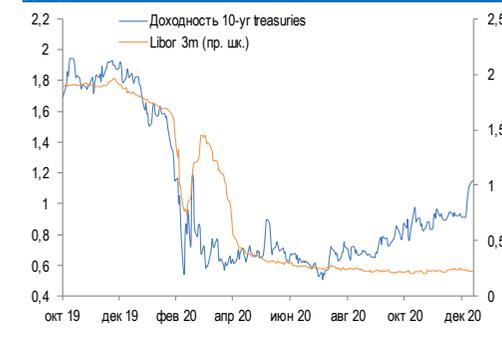
Инфляционные ожидания в США и цены на золото



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Инфляционные ожидания по США в начале года превысили сбалансированные уровни, указывая на рост инфляционных рисков на фоне весьма позитивной оценки рынком перспектив экономики США. Цены на золото вернулись в район 1850-1900 долл./унц. на фоне роста долларовых ставок. При этом среднесрочные и долгосрочные перспективы металла по-прежнему благоприятные.

Доходности UST и Libor 3m



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Доходность десятилетних UST превысила 1,0% на фоне уверенности в дальнейшем восстановлении экономической активности в США и мире в течение года, поддерживаемой стартом вакцинации и ожиданиями расширения стимулов администрацией Дж. Байдена. 3-мес. LIBOR отражает по-прежнему комфортное состояние глобальных денежных и кредитных рынков.

Итоги торгов и мультипликаторы

	МСар, \$ млрд	Цена закрытия	Рыночная оценка потенциала роста, %	Мультипликаторы, 2020E				CAGR 2018-2022, %		Рентабельность (2019E)		Beta	HV 90D, %	Объем торгов на МосБирже, млн руб.	Абсолютная динамика, %				
				EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EBITDA	Earnings	EBITDA	NI (ROE для банков)				1Д	1Н	3М	СНГ	
Индекс МосБиржи	677,8	3 470	15%	1,5	5,8	8,4	1,0	-	-	20%	13%	-	18	104 710	0,0	2,9	21,5	5,5	
Индекс РТС	-	1 487	-	1,5	5,7	8,5	1,0	-	-	20%	13%	-	27	-	0,1	4,3	28,1	7,2	
Нефть и газ																			
Газпром	73,1	227,8	15%	1,2	5,0	6,0	0,3	3%	-5%	25%	11%	1,1	28	13 959	0,0	6,2	36,2	7,1	
Новатэк	58,5	1 421,6	-7%	4,3	10,8	14,0	1,9	4%	-27%	40%	31%	1,2	33	1 844	1,6	12,0	30,5	12,9	
Роснефть	70,1	488,1	10%	1,2	5,2	8,9	0,8	-2%	-2%	24%	8%	1,3	30	7 421	2,7	9,5	26,6	12,1	
Лукойл	54,4	5 787	8%	0,6	4,4	10,4	0,7	-9%	-13%	13%	5%	1,2	31	11 786	1,4	9,0	32,6	12,0	
Газпром нефть	21,5	333,8	4%	1,0	4,9	7,1	0,6	15%	29%	21%	10%	1,1	22	519	-0,2	3,0	18,2	5,3	
Сургутнефтегаз, ао	18,1	37,3	7%	0,1	0,4	5,4	0,2	-3%	28%	25%	19%	1,3	26	1 585	-0,8	2,3	8,7	3,3	
Сургутнефтегаз, ап	4,4	42,3	16%	0,1	0,4	5,4	0,2	-3%	28%	25%	19%	0,6	15	1 149	0,4	0,6	10,1	1,2	
Татнефть, ао	16,2	547,8	5%	1,5	5,5	7,7	1,3	-14%	-16%	27%	18%	1,4	35	4 032	0,1	5,4	23,5	7,0	
Татнефть, ап	1,0	506,1	1%	1,5	5,5	7,7	1,3	-14%	-16%	27%	18%	1,3	30	1 033	2,4	5,4	18,1	6,5	
Башнефть, ао	3,4	1 715	-	0,5	2,5	1,8	0,5	-14%	-29%	20%	10%	0,9	20	9	-0,3	1,8	5,1	3,3	
Башнефть, ап	0,5	1 240	-	0,5	2,5	1,8	0,5	-14%	-29%	20%	n/a	0,9	19	89	-0,8	3,1	1,7	6,7	
Всего по сектору	321,2		6%	1,1	4,3	6,9	0,8	-5%	-5%	24%	15%	1,1	26,3	3 948	0,6	5,3	19,2	7,0	
Финансовый сектор																			
Сбербанк, ао	83,0	283,7	11%	-	-	6,7	1,2	-	-	-	17%	1,0	31	19 333	-1,7	3,6	36,5	4,6	
Сбербанк, ап	3,4	252,7	14%	-	-	6,7	1,2	-	-	-	17%	0,9	27	2 001	-1,5	2,7	27,2	5,0	
ВТБ	7,0	0,0398	16%	-	-	3,7	0,6	-	-	-	9%	1,1	24	1 483	-0,8	3,6	19,8	5,6	
БСП	0,4	56,3	32%	-	-	3,7	0,5	-	-	-	9%	0,8	29	96	1,3	8,8	33,4	8,6	
МосБиржа	5,0	160,5	3%	-	-	15,3	2,91	-	-	-	17%	0,7	26	1 915	1,8	-0,7	7,5	0,6	
АФК Система	4,0	30,8	17%	1,6	4,6	-	3,6	3%	-	35%	n/a	1,1	37	1 754	-0,7	4,8	16,7	7,4	
Всего по сектору	102,8		15%	1,6	4,6	7,2	1,7	3%	-	35%	14%	0,9	28,9	26 582	-0,3	3,8	23,5	5,3	
Металлургия и горная добыча																			
НорНикель	55,6	25 910	14%	3,6	5,8	7,6	11,6	6%	5%	63%	41%	1,0	25	6 598	0,4	5,6	30,9	9,3	
РусАл	7,8	38	40%	1,5	12,8	5,0	1,2	9%	7%	11%	17%	1,1	33	462	-1,7	2,2	13,5	6,6	
АК Алроса	10,5	105,5	2%	3,0	6,5	9,4	2,3	6%	10%	46%	27%	1,0	31	3 895	-1,5	6,2	37,3	7,3	
НЛМК	17,4	214,0	3%	1,6	6,5	9,9	2,7	3%	6%	25%	15%	0,9	28	1 951	-1,9	-1,4	28,0	2,3	
ММК	8,2	54,0	14%	0,9	3,7	6,9	1,3	2%	2%	25%	14%	0,9	31	4 230	-6,6	-4,8	52,2	-3,2	
Северсталь	14,8	1 306,0	13%	1,9	5,5	8,3	3,8	2%	-5%	35%	21%	0,7	25	1 935	-2,4	-2,0	30,0	-0,7	
ТМК	0,9	61,8	-3%	0,8	5,9	8,2	1,0	-6%	9%	13%	3%	1,0	28	9	-0,7	-0,2	2,3	1,0	
Полюс Золото	28,5	15 464	29%	4,9	6,6	9,0	5,9	15%	17%	74%	51%	0,5	33	2 076	0,5	-3,5	-11,3	1,6	
Полиметалл	11,1	1 743,1	23%	3,8	6,1	8,0	5,4	24%	28%	63%	41%	0,7	41	1 458	1,3	-5,3	-3,1	0,5	
Всего по сектору	154,8		15%	2,4	6,6	8,0	3,9	7%	9%	39%	26%	0,8	30,6	22 614	-1,4	-0,4	20,0	2,7	
Минеральные удобрения																			
Акрон	3,3	6 014	6%	2,4	7,6	10,5	2,5	10%	10%	32%	17%	0,2	13	59	0,7	0,6	-1,5	1,5	
ФосАгро	5,9	3 388	-7%	2,1	6,5	9,0	2,7	-1%	-3%	32%	17%	0,6	21	461	1,7	0,8	19,2	8,1	
Всего по сектору	9,3		0%	2,3	7,0	9,8	2,6	4%	3%	32%	17%	0,4	17,3	520	1,2	0,7	8,8	4,8	
Телекоммуникации																			
Ростелеком, ао	4,4	99,2	11%	1,4	4,0	9,4	1,3	18%	24%	36%	7%	0,8	16	221	0,2	-2,2	4,4	2,6	
МТС	9,0	331,1	18%	2,1	4,8	9,4	14,7	-1%	4%	44%	14%	0,8	15	965	-1,0	-2,2	-0,5	0,1	
Всего по сектору	13,4		14%	1,8	4,4	9,4	8,0	9%	14%	40%	10%	0,8	15	1 186	-0,4	-2,2	2,0	1,3	

Источник: Bloomberg, Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Итоги торгов и мультипликаторы

	МСар, \$ млрд	Цена закрытия	Рыночная оценка потенциала роста, %	Мультипликаторы, 2020E				CAGR 2018-2022, %		Рентабельность (2019E)		Beta	HV 90D, %	Объем торгов на МосБирже, млн руб.	Абсолютная динамика, %			
				EV/S	EV/EBITDA	P/E	P/BV	EBITDA	Earnings	EBITDA	NI (ROE для банков)				1Д	1Н	3М	СНГ
Электроэнергетика																		
Энел Россия	0,4	0,934	17%	1,1	7,2	28,0	0,7	-8%	41%	15%	3%	0,8	13	54	0,1	1,4	2,2	3,7
Юнипро	2,5	2,880	4%	2,3	6,3	11,1	1,2	2%	3%	36%	20%	0,7	17	230	-0,5	1,4	5,8	3,2
ОГК-2	1,1	0,762	16%	0,6	2,6	3,9	0,5	10%	26%	23%	10%	1,0	25	167	-4,3	3,1	1,0	4,3
ТГК-1	0,6	0,012	-14%	0,6	2,7	6,2	0,3	-13%	-28%	23%	8%	1,1	22	78	-2,8	0,5	9,6	3,7
РусГидро	4,8	0,800	24%	1,1	3,7	5,5	0,5	3%	29%	29%	15%	1,0	21	978	-1,9	1,1	9,4	2,3
Интер РАО ЕЭС	7,7	5,410	29%	0,3	2,7	6,3	0,8	-5%	-3%	13%	8%	1,0	23	1 334	-1,2	-1,5	2,5	1,8
Россети, ао	4,7	1,730	-25%	0,7	2,5	3,7	0,2	0%	-3%	29%	9%	1,2	29	424	-0,5	-2,1	21,2	-1,3
Россети, ап	0,1	2,212	-38%	0,7	2,5	3,7	0,2	0%	-3%	29%	9%	1,1	24	8	-0,6	0,0	12,3	0,5
ФСК ЕЭС	3,8	0,221	-3%	1,7	3,3	3,5	0,2	-2%	-3%	52%	30%	1,1	21	384	-1,9	-3,1	15,4	-0,3
Всего по сектору	25,6		1%	1,0	3,7	8,0	0,5	-1%	6%	28%	13%	1,0	21,7	3657,0	-1,5	0,1	8,8	2,0
Транспорт и логистика																		
Аэрофлот	2,4	73,4	4%	1,5	5,4	-15,0	78,4	5%	34%	28%	-2%	1,1	34	973	-0,2	0,7	24,2	3,1
Транснефть, ап	3,1	146 200	37%	0,4	1,0	1,4	0,1	2%	7%	44%	16%	0,7	18	340	0,3	2,5	-0,6	4,2
Всего по сектору	5,5		20%	1,0	3,2	-6,8	39,3	4%	20%	36%	7%	0,9	25,8	1312,3	0,0	1,6	11,8	3,6
Потребительский сектор																		
Х5	10,2	2 761	19%	0,7	5,8	16,5	5,5	11%	42%	12%	2%	0,8	29	962	-0,5	-3,9	-8,9	0,0
Магнит	7,5	5 403	7%	0,6	5,6	15,2	2,3	3%	43%	11%	2%	0,9	27	1 581	-0,9	-6,0	10,0	-4,7
М.Видео	1,7	710,1	-	0,6	8,6	10,1	3,5	3%	12%	7%	3%	0,6	28	125	-1,0	-1,4	3,4	-0,3
Детский мир	1,3	131,0	15%	1,1	6,2	12,4	neg.	21%	10%	17%	6%	0,8	31	289	-0,5	-3,7	9,9	-3,3
Всего по сектору	20,7		14%	0,8	6,6	13,6	3,7	10%	27%	12%	3%	0,8	29	2956	-0,7	-3,8	3,6	-2,1
Девелопмент																		
ЛСР	1,3	904,6	22%	1,0	5,1	7,5	0,9	8%	3%	20%	10%	0,9	25	65	0,7	0,1	3,4	4,4
ПИК	5,2	584,2	22%	1,3	6,2	7,1	3,0	18%	7%	21%	14%	0,5	16	50	-1,4	-2,6	-0,3	-2,3
Всего по сектору	6,5		22%	1,2	5,7	7,3	2,0	13%	5%	20%	12%	0,7	21	115	-0,3	-1,3	1,5	1,1
Прочие сектора																		
Яндекс	24,3	5 125	-6%	5,7	29,2	56,6	6,5	17%	12%	19%	10%	0,7	36	2 842	-0,1	-2,6	7,4	-0,6
QIWI	0,7	770	-	0,8	1,5	6,0	2,0	19%	19%	54%	41%	0,9	53	163	1,7	-0,5	-41,0	1,2
Всего по сектору	26,6		-6%	2,2	10,2	20,9	2,8	12%	10%	25%	17%	0,8	37,3	3 119	0,4	-0,8	-4,7	2,0

Источник: Bloomberg, Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

Расшифровка сокращений:

МСар - рыночная капитализация компании, представляет собой суммарное произведение рыночной стоимости акции к общему количеству выпущенных акций
 Рыночная оценка потенциала роста - процентное выражение потенциала роста акции до прогнозной "справедливой" цены, согласно консенсус-прогнозу Bloomberg
 EV/S - отношение показателя "стоимость компании" (текущая рыночная капитализация + чистый долг) к выручке за указанный год
 EV/EBITDA - отношение показателя "стоимость компании" (текущая рыночная капитализация + чистый долг) к показателю EBITDA за указанный год
 EBITDA - аналитический показатель, который представляет собой сумму операционной прибыли и амортизационных отчислений
 P/E - отношение текущей рыночной капитализации к чистой прибыли за указанный год
 P/BV - отношение текущей рыночной капитализации к собственному капиталу за указанный год
 CAGR - среднегеометрический годовой темп роста
 Beta - показатель позволяет оценить чувствительность цены акции к рыночным колебаниям (>1 - более чувствительна, чем рынок в целом)
 HV 90D - историческая волатильность акции, равная стандартному отклонению стоимости финансового инструмента за 90 дней
 1Д - динамика актива в последнюю торговую сессию
 1Н - динамика актива за последнюю неделю
 3М - динамика актива за 3 последних месяца
 СНГ - динамика актива с начала года

Календарь событий на мировых рынках

Время выхода	Знач-ть ¹	Событие	Период	Консенсус	Пред. знач.	Факт
13 Январь 12:00	•	Пром. производство в Италии, м/м	ноябрь	-0,4%	1,3%	-1,4%
13 Январь 13:00	•	Пром. производство в еврозоне, м/м	ноябрь	0,2%	2,1%	2,5%
13 Январь 16:30	•••	ИПЦ в США, м/м	декабрь	0,4%	0,2%	0,4%
13 Январь 16:30	•••	Базовый ИПЦ в США, м/м	декабрь	0,1%	0,2%	0,1%
13 Январь 18:30	•••	Изм-е запасов сырой нефти в США, млн барр	пр. нед.	-2,133	-8,010	-3,248
13 Январь 18:30	••	Изм-е запасов дистиллятов в США, млн барр	пр. нед.	2,309	6,390	4,786
13 Январь 18:30	•	Изм-е запасов бензина в США, млн барр	пр. нед.	1,525	4,519	4,395
14 Январь 3:00	•••••	Торговый баланс КНР, млрд долл.	декабрь	72,35	75,40	78,17
14 Январь 12:00	•	ВВП Германии, г/г	2020 г.	-5,1%	0,6%	
14 Январь 16:30	•	Цены на импорт в США, м/м	декабрь	0,6%	0,1%	
14 Январь 16:30	•••••	Число получающих пособия по безработице в США, тыс.	пр. нед.	780	787	
14 Январь 16:30	••	Первичные обращения за пособиями по безработице в США, тыс.	пр. нед.	нд	5072	
15 Январь 4:30	••	Цены на жилье в КНР, г/г	декабрь	нд	4,0%	
15 Январь 10:00	••	ВВП Великобритании, м/м	ноябрь	-5,7%	0,4%	
15 Январь 10:45	•	ИПЦ во Франции, м/м (оконч.)	декабрь	0,2%	0,2%	
15 Январь 11:00	•	ИПЦ в Испании, м/м (оконч.)	декабрь	0,2%	0,2%	
15 Январь 13:00	•	Торговый баланс в еврозоне, млрд евро	ноябрь	26,0	30,0	
15 Январь 16:30	••	NY Fed manufacturing	январь	6,0	4,9	
15 Январь 16:30	•••••	Розничные продажи в США, м/м	декабрь	0,0%	-1,1%	
15 Январь 16:30	•••	Розничные продажи в США без учета транспорта, м/м	декабрь	-0,1%	-0,9%	
15 Январь 17:15	•••	Пром. производство в США, м/м	декабрь	0,4%	0,4%	
15 Январь 17:15	•••••	Загрузка мощностей в США, %	декабрь	73,5%	73,3%	
15 Январь 18:00	•	Запасы на складах в США, м/м	ноябрь	0,5%	0,7%	
15 Январь 18:00	•••••	Индекс потребительского доверия в США от ун-та Мичигана (предв.)	январь	80,0	80,7	
15 Январь	•••••	До открытия/во время торгов в США отчетность опубликует Citigroup, Wells Fargo, JPMorgan				

Источник: Интерфакс, Bloomberg, Reuters, ПСБ Аналитика & Стратегия

¹ - значимость события оценивается по 5-балльной шкале

Календарь корпоративных событий

Дата	Компания/отрасль	Событие
15 января	Сбербанк	Финансовая отчетность по РСБУ за декабрь и 2020г.
19 января	Эталон	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
20 января	Детский Мир	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
21 января	Апроса	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
22 января	НЛМК	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
25 января	Лента	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
26 января	ММК	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
29 января	Полиметалл	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
1 февраля	Русгро	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
2 февраля	ММК	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
2 февраля	Мосбиржа	Объем торгов за январь
4 февраля	Аэрофлот	Финансовая отчетность по РСБУ за 2020г.
4 февраля	Магнит	Неаудированная финансовая отчетность за 4 квартал и 2020г.
5 февраля	Сбербанк	Финансовая отчетность по РСБУ за январь
8 февраля	Русал	Операционные результаты за 4 квартал и 2020г.
10 февраля	Апроса	Результаты продаж за январь
22 февраля	Лента	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
1 марта	Детский Мир	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
2 марта	Апроса	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
2 марта	Апроса	День инвестора
2 марта	Мосбиржа	Объем торгов за февраль
3 марта	Аэрофлот	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
3 марта	Полиметалл	Предварительная финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
4 марта	Юнипро	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
5 марта	Сбербанк	Финансовая отчетность по РСБУ за февраль
10 марта	Апроса	Результаты продаж за февраль
11 марта	Тинькофф банк	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
15 марта	Магнит	Аудированная финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 2020г.
15 марта	Русгро	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
17 марта	Русал	Финансовая отчетность по МСФО за 2 полугодие и 12 мес. 2020г
18 марта	Лента	День инвестора и аналитика
25 марта	Эталон	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
29 марта	Транснефть	Финансовая отчетность по МСФО за 4 квартал и 12 мес. 2020г
2 апреля	Мосбиржа	Объем торгов за март

Источник: данные компаний, Интерфакс, Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

ПАО «Промсвязьбанк»

Центр аналитики и экспертизы

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

e-mail: RD@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

Дирекция финансовых рынков

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

e-mail: IB@psbank.ru

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>

<http://www.psbinvest.ru>

ПСБ Аналитика & Стратегия

Николай Кащеев Руководитель Центра	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Владимир Лящук	Lyaschukvv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-86
Роман Антонов	Antonovrp@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-15-14
Людмила Теличко	Telichkole@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-40-10
Владимир Соловьев	Solovevva1@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-48-31
Илья Ильин	ilinio@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-54-23
Дмитрий Грицкевич	Gritskevichda@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-10-36
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Денис Попов	Popovds1@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-09-13
Богдан Зварич	Zvarichbv@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-06-18
Мария Морозова	Morozovama2@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-11-23
Екатерина Аликина	Alikinaem@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-55-40

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

	Операции на финансовых рынках	
Акатова Елена	Облигации	+7 (495) 705-97-57
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-69
Павел Козлов	Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities	+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Михаил Сполохов	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Булкина Елена	РЕПО	+7 (495) 228-3926

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Комаров	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Юрий Карпинский	Конверсии, Хеджирование, РЕПО,	+7 (495) 228-39-22
Александр Борисов	Структурные продукты, ДСМ	
Олег Рабец	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Александр Ленточников		
Игорь Федосенко	Брокерское обслуживание	+7 (495) 705-97-69 +7(495) 411-51-39

©2021 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как

полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора.

Содержащиеся в обзоре комментарии и выводы, в том числе, о действиях и политике ЦБ, отражают только позицию аналитиков ПАО «Промсвязьбанк». Комментарии подготовлены на основе данных, размещенных в открытых источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными.

Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски.

ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск. Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.

