



УТРЕННИЙ СОК

Цифры дня

192
руб./акция

... составляет дивиденд
Лукойла.

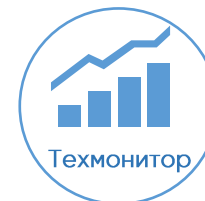
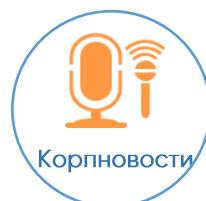
66,2
долл./барр

... котировки нефти Brent на
максимумах с середины
сентября

- Российский фондовый рынок завершил вчерашние торги умеренным ростом на 0,4%.
- Сегодня индекс МосБиржи будет торговаться в середине диапазона 3000-3030 пунктов
- В ближайшее время в базовом сценарии ожидаем движения пары доллар/рубль в диапазоне 62,20-63 руб./долл.

Координаты рынка

- Американские фондовые индексы в среду продемонстрировали околонулевую динамику.
- В среду российский фондовый рынок обновил исторический максимум.
- Пара доллар/рубль держится около отметки в 62,50 руб./долл.
- Котировки российских 10-летних евробондов скорректировались впервые за 2 недели на фоне роста базовой кривой.
- Реакция котировок ОФЗ на рост санкционной активности США будет минимальной.



Координаты рынка

Мировые рынки

К середине недели оптимизм от успехов в торговых переговорах, достигнутый на прошлой неделе, постепенно истощается, и в ходе вчерашних торгов американские фондовые индексы продемонстрировали околонулевую динамику. Сегодня в Азии большинство фондовых индексов региона демонстрируют умеренное снижение, фьючерсы на американские индексы находятся в символическом минусе.

На долговом рынке доходности десятилетних treasuries превысили отметку в 1,9%. Уровень инфляционных ожиданий (спред между доходностью десятилетних UST и TIPS) подрос до 1,77% (максимумы с июля). Кривая treasuries имеет нормальный наклон на участке от года и более. Согласно фьючерсам на ставку ФРС, рынок не ожидает ее изменения, как минимум, до второго полугодия.

Михаил Поддубский

Российский фондовый рынок

В среду российский фондовый рынок обновил исторический максимум, чему поспособствовал внешний фон. Поддержку рынку оказал рост цен на нефть. В результате по итогам дня индекс МосБиржи прибавил 0,4%, закрывшись на уровне 3024 пунктов.

Высокие цены на нефть способствовали покупкам акций российских нефтегазовых компаний (Новатэк: +0,8%; Роснефть: +0,1%; Лукойл: +0,4%; Сургутнефтегаз оа: +0,2%; Татнефть оа: +2,4%). Акции Газпрома (-0,3%) снизились на фоне принятия Сенатом США законопроекта санкциях против компаний, строящих Северный поток-2, который, впрочем, не успеет остановить строительство трубопровода.

В финансовом секторе выросли акции банков (Сбербанк оа: +1,9%; па: +1%; ВТБ: +0,8%) на фоне общего оптимизма на российском фондовом рынке.

В горнометаллургическом секторе бумаги сталелитейных компаний показали разнонаправленную динамику (Северсталь: -0,2%; ММК: -1,4%; НЛМК: +0,4%) несмотря на достижение договоренности по первой фазе торговой сделки между США и Китаем, что должно уменьшит риск замедления мировой экономики. НорНикель (+0,6%) подрос на фоне высоких цен на палладий. Акции ТМК (+8,7%) взлетели на сообщении, что министерство юстиции США одобрило сделку по покупке компанией Tenaris американского подразделения ТМК-компании IPSCO.

Во внутренних секторах отметим рост РусГидро (+2,3%) на планах государства провести ее приватизацию. Акции Россетей (оа: +2,8%; па: +1,2%) росли, поскольку компания планирует постепенно наращивать дивидендные выплаты, о чем сообщил ее генеральный директор Павел Ливинский.

Владимир Ляцук

Товарные рынки

Статистика от Минэнерго поддержала нефть, показав недельное сокращение запасов сырой нефти на 1,1 млн барр. и небольшой рост запасов бензинов и дистиллятов (на 2,5 и 1,5 млн барр. соответственно) относительно данных от API. Сегодня на сохраняющемся общерыночном положительном сентименте нефть может продолжить попытки проторговки 66 долл./барр.

Екатерина Крылова

Наши прогнозы и рекомендации

Мировые рынки легли в дрейф. До конца текущей недели остается не так много важных событий, который могли способствовать акцентированной динамике ключевых индексов. Вчера для рыночного сентимента интерес представляло голосование в палате представителей США, посвященное импичменту Д. Трампа, которое было поддержано большинством голосов. Тем не менее данное событие было проигнорировано участниками рынков и не оказало влияние на динамику американских фондовых индексов. Учитывая большинство представителей республиканской партии в Сенате, вероятность данного сценария остается крайне низкой.

Для российского рынка центральной темой было голосование в комитете Сената США по иностранным делам по законопроекту новых жестких санкций в отношении России за вмешательство в выборы (DASKA акт), которое было поддержано большинством (17 голосов против 5). При этом дальнейшее его продвижение будет продолжительным, должно последовать одобрение Палаты представителей, Сената и подписано Д. Трампом. Как и в случае с импичментом, санкционные инициативы блокируются республиканским большинством, но по мере приближения к выборам давление на законодателей может возрасти, поэтому в каком-то виде законопроект может быть принят. Санкционные риски ослабли, но в случае обострения отношений России и США, рассмотрение антироссийских инициатив может быть ускорено.

Вчера индекс МосБиржи вновь смог обновить максимум. Сегодня дивидендная отсечка в акциях Лукойла (дивиденд составит 192 руб./акция), что приведет к снижению индекса МосБиржи в пределах 0,3-0,4% в начале торгов. **В целом, мы считаем, что сегодня индекс будет торговаться в середине диапазона 3000-3030 пунктов.** Из корпоративных событий отметим рассмотрение долгосрочной программы развития Роснефти.

Роман Антонов

FX/Денежные рынки

Несмотря на насыщенный новостной фон с точки зрения санкционной истории, вчерашние торги в рубле проходили в относительно спокойном режиме. Еще в первой половине дня агентство Bloomberg сообщило о том, что торговая палата США и американский институт нефти (API) обратились с посланием к комитету по международным делам Сената США, призвав его членов «к осмотрительности в вопросе ограничений в отношении иностранных правительств». Торговая палата попросила комитет «пересмотреть закон и доработать его» (речь идет о DASKA Act, который рассматривался вчера в профильном комитете Сената). API и вовсе призвал членов комитета проголосовать против данного законопроекта.

И все же в ходе вчерашнего голосования комитет Сената США по международным отношениям одобрил DASKA Act (17 голосов – «за», 5 – «против»). Как мы обозначали ранее, законопроект содержит целый ряд санкционных ограничений, включая весьма жесткие меры (например, санкции в отношении суверенного госдолга РФ или возможность внесения госбанков РФ в SDN-лист). Теперь, согласно процедуре, документ будет направлен на рассмотрение всего Сената, но отметим, что лидер сенатского большинства М.Макконелл обладает гибкими полномочиями по определению графика работы, соответственно, работа по законопроекту может оставаться без движения неопределенно длительное время.

На данный момент можно говорить о том, что внутри законодательных органов США отсутствует консенсус в отношении необходимости жесткого усиления санкционного давления на РФ. Это подтверждают комментарии сенатора М.Рубио о сложности набора голосов при обсуждении подобных законопроектов, высказанные несколько месяцев назад, и вчерашние комментарии председателя комитета по международным делам Сената Д.Риша (голосовавшего против одобрения DASKA Act) о том, что, с его точки зрения, Президент США Д.Трамп наложит вето на подобный документ. Безусловно, санкционные риски не могут быстро нивелироваться, и, особенно в преддверии президентских выборов 2020 г. жесткая риторика в отношении РФ может сохраняться, однако при отсутствии новой волны дальнейшего ухудшения отношений между странами принятие столь жестких санкционных ограничений не выглядит рациональным.

Рубль при появлении новостей о результатах голосования в профильном комитете Сената США отреагировал локальным ослаблением в рамках 20-30 копеек. В краткосрочной перспективе ключевым драйвером для рубля остается общее отношение глобальных инвесторов ко всей группе валют emerging markets.

В ближайшее время в базовом сценарии ожидаем движения пары доллар/рубль в диапазоне 62,20-63 руб/долл.

Михаил Поддубский

Еврооблигации

В среду котировки российских 10-летних евробондов скорректировались впервые за 2 недели - доходность выросла на 2 б.п. – до 2,96% годовых. Основной причиной приостановки роста котировок стал дальнейший рост доходности UST'10 (+4 б.п. – до 1,92% годовых). Кредитная премия российских бумаг при этом снизилась на 1 б.п. – до 104 б.п. Также незначительно вырос CDS 5Y – на 3 б.п. – до 56 б.п. Не исключаем, что давление на кредитный риск РФ было вызвано санкционной активностью со стороны профильного комитета Сената США, однако не ждем дальнейшего давления на котировки российских бумаг со стороны данного фактора.

Отметим, что доходность российских бумаг и кредитные премии выглядят перегретыми на фоне продолжающегося роста базовой кривой.

Облигации

Кривая ОФЗ в среду осталась без движений – доходность 5-летних госбумаг составила 6,09% годовых, 10-летних – 6,39% годовых. При этом на аукционах Минфина наблюдался достаточно высокий спрос на бумаги - по 4,6-летним ОФЗ 26227 спрос составил 49 млрд. руб. (размещено бумаг на 26,7 млрд. руб.), по 19,3-летним ОФЗ 26230 – 41,7 млрд. руб. при объеме размещения 29,5 млрд. руб. Оба выпуска были размещены по рынку, без премий. В результате, по итогам 2 аукционов было продано ОФЗ на 56,2 млрд. руб., остаток размещения – менее 1 млрд. руб. (в соответствии с планом на 4 квартал).

Недельная инфляция в РФ сохранилась на уровне 0,1%, годовая к 16 декабря замедлилась до 3,3%, что соответствует нашему прогнозу по замедлению инфляции по итогам года до 3,1% (обновленный прогноз ЦБ - 2,9-3,2%), а также ожиданиям снижения ставки в начале 2020 года до 6%.

Отметим, что вчера комитет Сената США одобрил законопроект DASKA с новыми санкциями против РФ. Законопроект далее должен пройти голосование в Сенате, в Палате Представителей и подписаны президентом, однако дата голосования в Сенате не была назначена; не исключаем, что в ближайшее время движения по данному проекту не будет. В этом ключе ожидаем минимальной реакции российские активы на данную новость.

Ждем продолжения консолидации рынка ОФЗ; реакция на санкционную активность США будет минимальной.

Дмитрий Грицкевич

Корпоративные и экономические новости

Россети намерены увеличивать дивпоток, акционеры увидят это по итогам 2019г - Ливинский

ПАО Россети планирует наращивать дивидендный поток, объем выплат может вырасти уже по итогам этого года, рассказал в интервью телеканалу "Россия-24" глава компании Павел Ливинский.

НАШЕ МНЕНИЕ: Компания пока не платит годовые дивиденды из-за бумажного убытка, направляя акционерам промежуточные выплаты. Так, летом на годовом собрании акционеры Россетей утвердили выплату дивидендов за январь-март 2019 года в объеме порядка 5 млрд руб., а также невыплату дивидендов за 2018 год в связи с убытком. Ясности относительно дивидендов за 2019 год пока нет. Предполагается, что компания может направить акционерам 50% от чистой прибыли, но, скорее всего, скорректированной на бумажные изменения.

Индикаторы рынков на утро

Фондовые индексы	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Россия				
Индекс МосБиржи	3 024	0,4%	1,4%	2,8%
Индекс РТС	1 523	0,1%	4,1%	4,9%
Индекс РТС на вечерней сессии	1 523	0,1%		
Фьючерс на РТС на веч. сессии	151 690	0,1%		

США				
S&P 500	3 191	0,0%	1,6%	2,3%
Dow Jones (DJIA)	28 239	-0,1%	1,2%	1,1%
Dow Jones Transportation	10 780	-0,9%	0,9%	-0,6%
Nasdaq Composite	8 828	0,0%	2,0%	3,0%
Ближайший фьючерс на S&P 500*	3 199	0,0%	0,9%	2,5%

Европа				
EUROtop100	3 144	0,0%	1,9%	1,8%
Euronext 100	1 140	-0,1%	1,5%	1,0%
FTSE 100 (Великобритания)	7 541	0,2%	4,5%	3,0%
DAX (Германия)	13 222	-0,5%	0,6%	0,0%
CAC 40 (Франция)	5 960	-0,1%	1,7%	0,9%

АТР				
Nikkei 225 (Япония)*	23 865	-0,3%	1,9%	0,6%
Taiex (Тайвань)*	12 019	-0,9%	1,5%	1,6%
Kospi (Корея)*	2 197	0,1%	2,8%	3,2%

BRICS				
JSE All Share (ЮАР)	57 768	0,8%	3,6%	0,7%
Bovespa (Бразилия)	114 315	1,5%	3,0%	8,0%
Hang Seng (Китай)*	27 767	-0,4%	25,7%	2,1%
Shanghai Composite (Китай)*	3 019	0,1%	3,5%	2,9%
BSE Sensex (Индия)*	41 623	0,2%	2,6%	2,9%

MSCI				
MSCI World	2 333	-0,1%	1,0%	2,1%
MSCI Emerging Markets	1 109	0,6%	3,6%	4,9%
MSCI Eastern Europe	265	1,0%	3,7%	2,6%
MSCI Russia	798	0,2%	1,8%	4,7%

Товарные рынки	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Сырьевые товары				
Нефть WTI спот, \$/барр.	60,9	0,0%	3,7%	6,8%
Нефть Brent спот, \$/барр.	67,9	0,2%	2,4%	11,3%
Фьючерс на WTI, \$/барр.*	60,9	0,0%	2,9%	10,3%
Фьючерс на Brent, \$/барр.*	66,2	0,0%	3,0%	8,6%
Медь (LME) спот, \$/т	6145	-0,4%	0,3%	5,7%
Никель (LME) спот, \$/т	13805	-0,7%	0,1%	-6,8%
Алюминий (LME) спот, \$/т	1755	0,4%	0,2%	0,8%
Золото спот, \$/унц*	1476	0,1%	0,4%	0,3%
Серебро спот, \$/унц*	17,0	-0,1%	0,4%	-0,9%

Отраслевые индексы	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
S&P рынок США				
S&P Energy	448,8	0,3	2,8	4,8
S&P Oil&Gas	360,8	0,8	5,2	11,3
S&P Oil Exploration	884,3	-0,5	2,7	-2,9
S&P Oil Refining	379,1	-0,2	1,1	0,8
S&P Materials	112,6	0,6	-0,1	8,2
S&P Metals&Mining	720,4	-0,4	-0,5	-1,4
S&P Capital Goods	682,1	-0,5	0,0	-1,0
S&P Industrials	122,1	2,1	5,0	5,0
S&P Automobiles	92,2	2,2	5,1	4,4
S&P Utilities	325,9	0,4	2,3	2,6
S&P Financial	509,7	-0,5	2,0	3,0
S&P Banks	378,0	-0,3	3,0	4,3
S&P Telecoms	180,7	0,3	1,1	1,7
S&P Info Technologies	1 576,8	-0,1	2,4	2,6
S&P Retailing	2 405	-0,2	1,8	1,8
S&P Consumer Staples	640,7	-0,4	0,3	1,5
S&P Consumer Discretionary	972,8	0,0	1,9	2,9
S&P Real Estate	233,8	1,3	-0,2	-2,5
S&P Homebuilding	1 083,7	-1,8	-4,7	-2,2
S&P Chemicals	638,7	-0,4	1,2	-0,4
S&P Pharmaceuticals	735,2	0,1	2,1	6,6
S&P Health Care	1 176,7	0,1	2,0	4,1

Отраслевые индексы ММВБ				
Металлургия	6 920	0,1	1,8	5,2
Нефть и газ	8 769	0,3	2,9	1,5
Эл/энергетика	2 007	1,3	3,8	4,2
Телекоммуникации	2 123	0,6	2,2	1,9
Банки	7 117	0,3	2,4	3,8

Валютные рынки	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Внешний валютный рынок				
Индекс DXY	97,34	-0,1	-0,1	-0,5
Евро*	1,113	0,1	0,0	0,4
Фунт*	1,308	0,0	-0,6	1,2
Швейц. франк*	0,980	0,0	0,5	1,0
Иена*	109,6	0,0	-0,3	-1,0
Канадский доллар*	1,312	0,0	0,5	1,2
Австралийский доллар*	0,688	0,4	-0,4	0,8
Внутренний валютный рынок				
USDRUB	62,66	-0,4	1,0	1,9
EURRUB	69,58	0,1	0,4	1,7
Бивалютная корзина	65,71	0,1	0,4	1,9

Долговые и денежные рынки	Значение	1Д, %	1Н, %	1М, %
Доходность гособлигаций				
US Treasuries 3M	1,541	0 б.п.	-1 б.п.	-1 б.п.
US Treasuries 2 yr	1,627	0 б.п.	-3 б.п.	3 б.п.
US Treasuries 10 yr	1,915	4 б.п.	2 б.п.	13 б.п.
US Treasuries 30 yr	2,347	4 б.п.	4 б.п.	10 б.п.

Ставки денежного рынка				
LIBOR overnight	1,536	0,6 б.п.	0,7 б.п.	-0,1 б.п.
LIBOR 1M	1,764	2,7 б.п.	2,8 б.п.	3,1 б.п.
LIBOR 3M	1,903	0,3 б.п.	1,5 б.п.	-0,0 б.п.
EURIBOR overnight	-0,565	0,4 б.п.	0,4 б.п.	0,4 б.п.
EURIBOR 1M	-0,465	0,2 б.п.	-1,7 б.п.	-1,5 б.п.
EURIBOR 3M	-0,400	0,0 б.п.	-0,7 б.п.	0,4 б.п.
MOSPRIME overnight	6,210	0 б.п.	-13 б.п.	-42 б.п.
MOSPRIME 3M	6,500	-4 б.п.	-10 б.п.	-28 б.п.

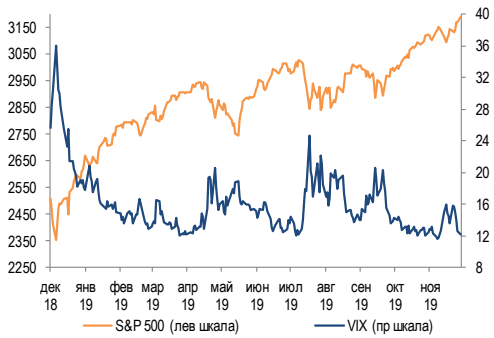
Кредитные спрэды, б.п.				
CDS Inv.Grade (USA)	46	-0 б.п.	-2 б.п.	-6 б.п.
CDS High Yield (USA)	285	-3 б.п.	-13 б.п.	-54 б.п.
CDS EM	181	1 б.п.	-7 б.п.	-24 б.п.
CDS Russia	56	0 б.п.	1 б.п.	-16 б.п.

Итоги торгов ADR/GDR	Значение	1Д, %	1Н, %	Спрэд
Нефтянка				
Газпром	8,0	-0,9	0,3	-0,8%
Роснефть	7,2	0,4	0,2	-0,3%
Лукойл	100,0	-0,1	4,1	0,1%
Сургутнефтегаз	7,7	-0,4	0,7	-0,7%
Газпром нефть	34,1	0,6	1,4	1,5%
НОВАТЭК	204	1,1	9,5	0,4%
Цветная металлургия				
НорНикель	31,3	-0,2	6,1	-0,3%
Черная металлургия				
Северсталь	14,9	-0,1	0,8	-0,3%
НЛМК	22,3	0,0	1,3	-0,2%
ММК	8,7	-0,2	0,2	-0,7%
Мечел ао	1,9	0,0	0,0	49,5%
Банки				
Сбербанк	15,5	1,4	0,5	0,3%
ВТБ ао	1,5	-0,7	0,1	-2,2%
Прочие отрасли				
МТС	9,9	0,0	0,4	-1,2%
Магнит ао	11,5	0,6	0,3	9,6%

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

Рынки в графиках

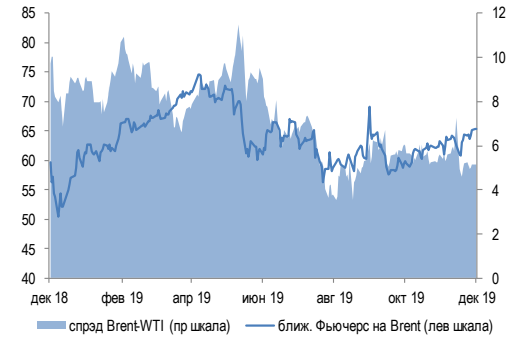
S&P 500 и индекс вмен. волатильности VIX



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Индекс S&P500 обновляет исторические максимумы на фоне надежд на подписание первой фазы торгового соглашения между США и КНР. Индекс вышел в нашу целевую зону и уже выглядит перегретым; рынок США, по нашему мнению, уже «заложился» на позитивный сценарий по переговорам.

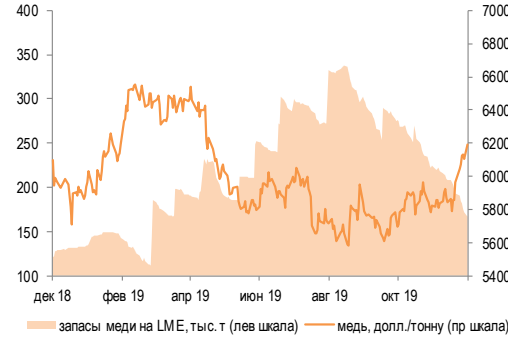
Фьючерс на Brent и его спрэд к WTI, долл./барр.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Нефть Brent находится вблизи верхней границы диапазона 61-65 долл./барр. При этом баланс на рынке смещается в сторону навеса предложения, несмотря на усилия ОПЕК+. Новые квоты, принятые на недавнем саммите, не смогут переломить тенденцию к росту предложения, основным источником которого выступают США.

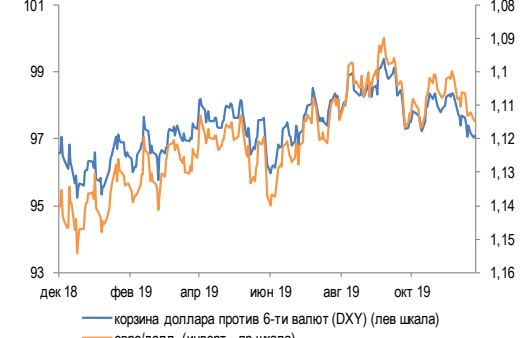
Цены и запасы меди на LME



Источник: LME, Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Цены на медь торгуются вблизи \$6 тыс. /т.: надежды на подвижки в переговорах США-Китай нивелируются опасениями падения спроса и сокращения дефицита металла. Цены на никель откатились от годовых максимумов на фоне слабеющей поддержки со стороны фундаментальных факторов, но район около \$14-15 тыс. /т. считаем вполне обоснованным. Алюминий продолжает торговаться в узком диапазоне \$1,7-1,8 тыс./т. без признаков для роста.

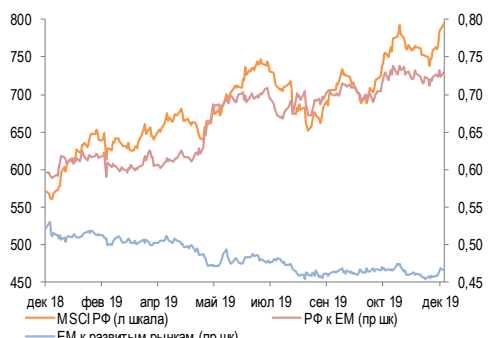
Динамика отдельных валютных пар



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Уверенность в «мягком» сценарии Brexit, некоторое ухудшение данных по США и стабилизация общерыночных настроений удерживают пару EURUSD в диапазоне 1,10-1,12, который мы оцениваем, как сбалансированный в текущей ситуации. В настоящий момент рыночная конъюнктура настраивает на локальное движение евро к верхней границе указанного диапазона.

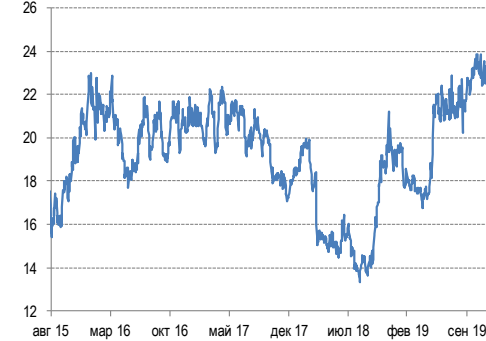
Отношения индексов MSCI и MSCI Russia



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Рынок РФ несколько сдает позиции относительно EM ввиду дефицита идей на рынках, ослабляющих влияние страновые «плюсы» РФ (див. доходность, ставки, перспективы экономики).

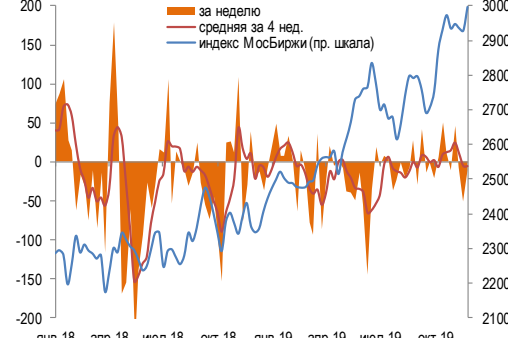
Отношение индекса PTC и нефти Brent



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

RTS/Brent ratio остается несколько выше обоснованного с эконом. точки зрения диапазона (20x-22x). В настоящий момент рынок выглядит несколько перегретым по отношению к нефти.

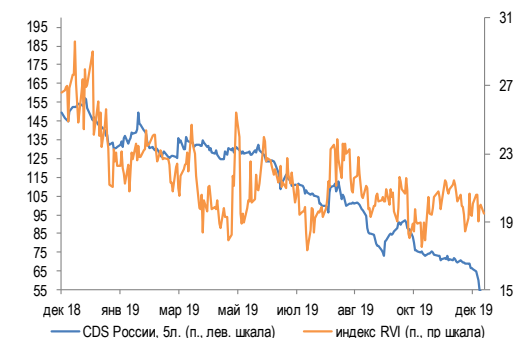
Потоки капиталов в фонды акций Russia-dedicated, млн долл.



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

За неделю, завершившуюся 13 декабря, из биржевых фондов акций, ориентированных на российский фондовый рынок, по нашим расчетам, наблюдался отток капитала в размере 32 млн. долл.

Индекс вмен. волатильности RVI и CDS России

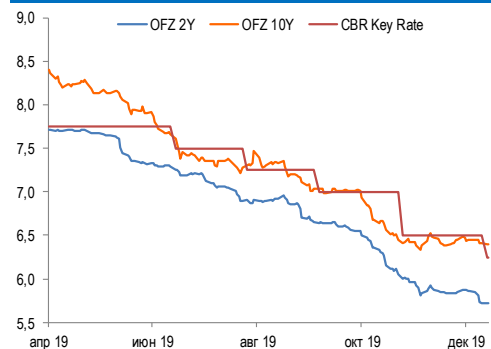


Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Текущие уровни RVI и CDS отражают сохранение интереса инвесторов к российскому рынку акций.

Рынки в графиках

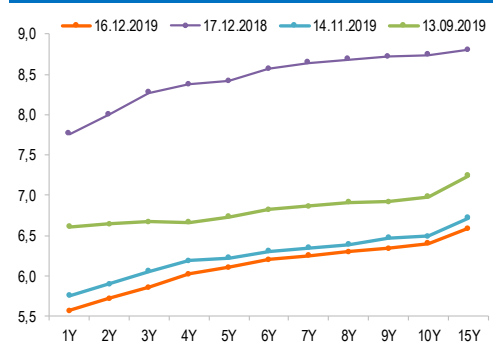
Доходность ОФЗ, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Риторика ЦБ позволяет рассчитывать на снижение доходности 10-летних ОФЗ до 6,25% годовых в среднесрочной перспективе.

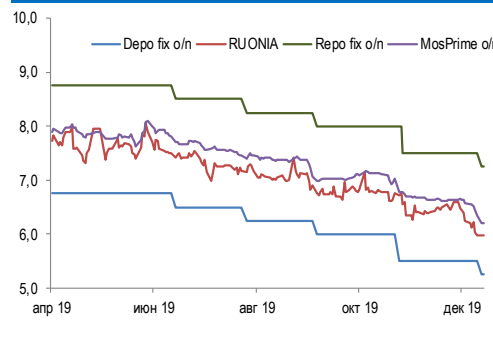
Кривая доходности ОФЗ различной срочности



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

При продолжении цикла снижения ставки длинные ОФЗ выглядят более привлекательно.

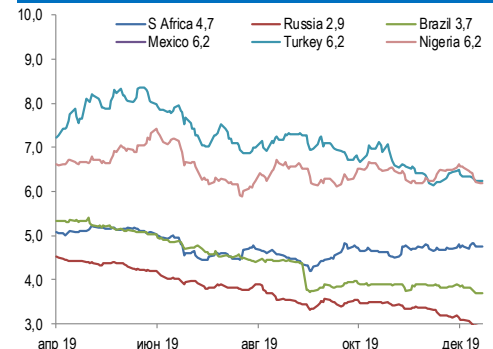
Ставки ЦБ РФ и межбанковского рынка



Источник: LME, Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Банк России понизил ключевую ставку до 6,25%. На текущий момент мы рассматриваем как базовый сценарий снижение до 6,0% - в начале 2020 года.

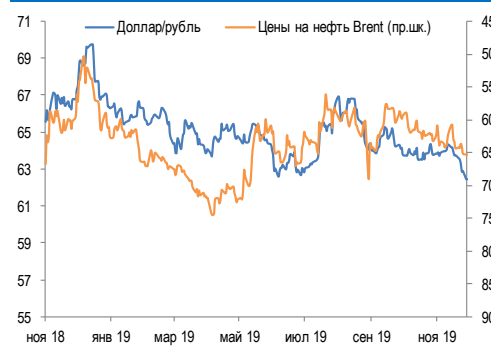
Доходность евробондов EM 10y, %



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Российские евробонды смотрятся неплохо относительно прочих EM на фоне хороших показателей платежного баланса и низкого внешнего долга. Вместе с тем, доходности находятся уже на многолетних минимумах.

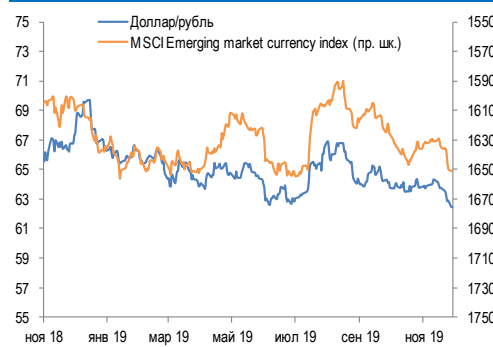
Рубль и цены на нефть марки Brent



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

При текущем уровне нефтяных котировок российский рубль выглядит локально переоцененным. Согласно нашей модели, равновесный курс рубля сейчас расположен в районе 64-65 руб./долл.

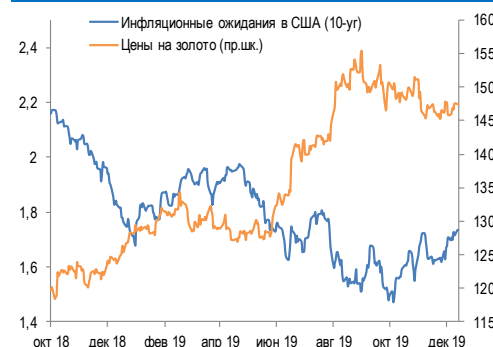
Рубль и индекс валют развивающихся стран



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Основная группа валют развивающихся стран в последние дни продемонстрировала позитивный импульс. Российский рубль смотрится сопоставимо по сравнению с ключевыми конкурентами.

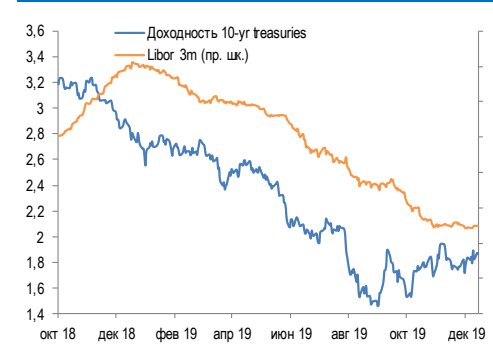
Инфляционные ожидания в США и цены на золото



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Инфляционные ожидания в США (сред между десятилетними UST и TIPS) проторговывают район 1,6-1,8%, чуть подрастая на фоне некоторого ослабления экономических опасений. Цены на золото - держатся ниже 1500 долл./унцию.

Доходности UST и Libor 3m



Источник: Bloomberg, ПСБ Аналитика & Стратегия

Доходности десятилетних UST - вышли в диапазон 1,8-2,0%. Кривая UST вновь постепенно приобретает нормальный наклон на большей части кривой. Трехмесячный Libor с начала ноября держится вблизи 1,9%.

Итоги торгов и мультипликаторы

	МСар, \$ млрд	Цена закрытия	Рыночная оценка потенциала роста, %	Мультипликаторы, 2020E				CAGR 2018-2022, %		Рентабельность (2019E)			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)	Beta			1Д	1Н	3М	СНГ
Индекс МосБиржи		3 024	15%	1,2	4,8	7,0	1,0	-	-	27%	13%	-	11	60 383	0,4	1,4	8,2	27,6
Индекс РТС		1 523	14%	1,2	4,8	7,0	1,0	-	-	27%	13%	-	14	-	0,1	4,1	10,5	42,5
Нефть и газ																		
Газпром	94,9	251,3	9%	1,0	3,6	5,0	0,5	0%	1%	27%	15%	1,3	20	7 348	-0,3	1,6	9,0	63,7
Новатэк	62,4	1 288,8	12%	4,4	12,3	13,3	4,8	7%	18%	36%	33%	0,7	19	851	0,8	3,5	-1,9	13,9
Роснефть	76,9	454,5	20%	1,0	3,8	5,8	1,1	5%	18%	25%	10%	0,9	18	1 994	0,1	0,6	6,4	5,1
Лукойл	71,3	6 251	12%	0,6	3,9	7,4	1,2	3%	2%	16%	8%	1,0	22	6 291	0,4	2,3	15,9	25,1
Газпром нефть	32,0	423,3	16%	1,0	4,0	5,0	1,1	2%	4%	25%	16%	0,7	13	495	0,0	0,5	1,9	22,1
Сургутнефтегаз, ао	27,6	48,4	-18%	0,6	2,2	4,4	0,4	-2%	-9%	26%	25%	1,0	50	3 108	0,2	7,5	35,6	80,1
Сургутнефтегаз, ап	4,6	37,1	8%	0,6	2,2	4,4	0,4	-2%	-9%	26%	25%	0,8	30	927	-0,9	0,7	-1,8	-6,0
Татнефть, ао	27,5	791,5	8%	2,1	6,1	8,2	2,6	3%	1%	34%	24%	1,0	20	2 149	0,0	3,8	6,7	7,3
Татнефть, ап	1,7	738,2	2%	2,1	6,1	8,2	2,6	3%	1%	34%	24%	0,9	19	246	0,4	2,5	8,6	41,4
Башнефть, ао	4,6	1 951	6%	0,5	2,0	3,5	0,8	6%	n/a	24%	11%	0,6	12	13	0,3	0,8	4,3	4,3
Башнефть, ап	0,8	1 732	-23%	0,5	2,0	3,5	0,8	6%	n/a	24%	11%	0,7	13	175	0,2	0,1	5,6	-2,8
Всего по сектору	404,4		5%	1,3	4,4	6,2	1,5	0,0	0,0	0,3	0,2	0,9	21,3	2145,1	0,1	2,2	8,2	23,1
Финансовый сектор																		
Сбербанк, ао	84,8	246,2	27%	-	-	5,3	1,18	-	-	-	21%	1,3	15	13 600	1,9	2,4	4,8	32,2
Сбербанк, ап	3,5	221,5	22%	-	-	5,3	1,18	-	-	-	21%	1,2	13	1 209	1,0	2,2	7,0	33,3
ВТБ	9,7	0,0469	34%	-	-	2,9	0,43	-	-	-	12%	1,0	23	1 028	0,8	3,6	10,5	38,6
БСП	0,4	50,8	53%	-	-	2,7	0,44	-	-	-	11%	0,7	10	17	0,4	0,3	-0,2	14,7
МосБиржа	3,9	107,3	7%	-	-	11,5	2,01	-	-	-	16%	0,8	18	802	-1,6	0,9	11,5	32,4
АФК Система	2,3	15,1	32%	1,2	3,6	-	2,5	9%	-	33%	0%	1,1	26	311	-1,0	0,4	20,4	88,2
Всего по сектору	104,7		29%	-	-	5,5	1,30	-	-	-	14%	1,0	17	16 968	0,3	1,6	9,0	39,9
Металлургия и горная добыча																		
НорНикель	49,6	19 626	4%	4,1	6,8	9,4	14,1	9%	10%	60%	39%	0,9	22	5 351	0,6	5,1	23,0	50,5
РусАл	7,2	30	24%	1,4	10,5	4,1	1,3	-11%	1%	13%	17%	1,1	19	214	1,1	7,0	5,7	-3,2
АК Алроса	9,6	81,8	7%	2,5	5,7	8,4	2,7	-4%	-4%	44%	27%	0,8	22	850	0,1	1,0	7,8	-17,0
НЛМК	13,4	139,9	-16%	1,5	6,2	9,5	2,3	-9%	-12%	24%	14%	0,8	22	837	0,4	4,5	-3,3	-11,1
ММК	7,3	41,0	19%	1,0	4,2	7,9	1,5	-8%	-9%	25%	13%	0,9	23	864	-1,4	3,1	-0,9	-4,7
Северсталь	12,4	928,6	18%	1,7	5,3	8,1	4,2	-6%	-8%	33%	19%	0,8	19	851	-0,2	3,6	-4,0	-1,5
ТМК	0,9	56,0	26%	0,9	6,6	5,0	1,0	-6%	9%	14%	4%	0,7	27	2 388	8,7	7,7	0,4	4,4
Полюс Золото	14,8	6 959	30%	3,9	7,7	10,8	5,2	10%	15%	50%	29%	0,7	24	822	0,3	-2,6	-10,0	28,9
Полиметалл	7,3	967,1	1%	2,6	5,1	7,9	1,0	9%	12%	52%	27%	0,5	24	360	-0,3	-3,2	6,1	32,3
Всего по сектору	122,5		13%	2,2	6,5	7,9	3,7	-2%	2%	35%	21%	0,8	23	12536	1,0	2,9	2,8	8,7
Минеральные удобрения																		
Акрон	3,1	4 810	-11%	2,2	7,0	7,9	2,8	9%	10%	32%	20%	0,4	9	11	-0,3	-1,5	-3,8	2,1
ФосАгро	4,9	2 389	17%	1,7	5,6	8,7	3,1	3%	-3%	31%	15%	0,5	13	221	0,0	1,9	-6,5	-6,2
Всего по сектору	8,0		3%	2,0	6,3	8,3	2,9	6%	4%	31%	18%	0,4	11	232	-0,2	0,2	-5,2	-2,0
Телекоммуникации																		
Ростелеком, ао	3,3	79,9	6%	1,3	4,1	9,7	1,0	5%	16%	31%	7%	0,5	16	169	-0,4	-0,1	1,7	9,3
МТС	10,0	313,9	8%	2,1	4,7	9,6	8,6	4%	6%	44%	12%	0,9	16	874	0,9	2,8	16,1	31,9
Всего по сектору	13,3		7%	1,7	4,4	9,6	4,8	4%	11%	38%	9%	0,7	16	1 043	0,2	1,4	8,9	20,6

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	0,5	0,940	27%	1,1	4,7	5,3	0,8	-6%	-11%	23%	13%	0,7	18	49	1,8	1,8	1,9	-9,0
Юнипро	2,7	2,703	7%	1,7	4,2	6,6	1,6	9%	12%	42%	28%	0,5	13	108	0,1	-2,2	1,4	4,0
ОГК-2	1,1	0,639	12%	0,6	2,6	3,9	0,5	10%	26%	23%	10%	1,1	29	106	-1,6	1,4	13,0	101,8
ТГК-1	0,8	0,013	14%	0,6	2,3	3,8	0,5	2%	0%	27%	14%	1,1	22	59	-0,3	2,7	10,6	64,6
РусГидро	3,8	0,563	25%	0,9	3,3	5,3	0,4	6%	18%	26%	11%	0,8	15	1 567	2,3	6,5	3,0	15,8
Интер РАО ЕЭС	8,0	4,806	12%	0,3	2,4	5,9	1,1	5%	8%	13%	8%	0,9	29	1 887	1,5	6,2	1,3	23,9
Россети, ао	4,4	1,377	-27%	0,7	2,2	2,3	0,2	3%	6%	30%	10%	0,9	26	743	2,8	6,3	10,0	77,6
Россети, ап	0,1	1,544	-17%	0,7	2,2	2,3	0,2	3%	5%	30%	10%	0,8	19	13	1,2	2,7	-1,6	10,1
ФСК ЕЭС	4,1	0,201	-1%	1,7	3,1	2,9	0,3	4%	3%	53%	33%	1,0	20	844	1,8	3,5	8,3	36,0
Мосэнерго	1,5	2,364	12%	0,3	1,8	5,5	0,4	-1%	-2%	17%	8%	0,7	17	21	1,5	0,8	5,3	14,0
Всего по сектору	27,0		7%	0,8	2,9	4,4	0,6	3%	7%	28%	14%	0,8	20,8	5397,1	1,1	3,0	5,3	33,9
Транспорт и логистика																		
Аэрофлот	1,9	105,0	14%	0,9	4,2	5,5	2,1	69%	31%	21%	3%	0,7	17	402	-0,7	1,0	3,0	3,8
Транснефть, ап	4,4	176 500	8%	0,6	1,4	1,3	0,1	4%	2%	46%	19%	0,6	23	354	1,3	3,2	16,1	3,2
Всего по сектору	6,2		11%	0,8	2,8	3,4	1,1	37%	17%	34%	11%	0,6	20,1	756,7	0,3	2,1	9,6	3,5
Потребительский сектор																		
ХБ	9,4	2 165	16%	0,7	9,1	14,3	5,4	11%	12%	7%	2%	0,6	29	233	0,8	-0,7	-4,3	25,5
Магнит	5,3	3 271	17%	0,6	7,1	10,6	1,7	-15%	3%	8%	2%	0,8	17	831	0,0	1,3	-9,6	-6,8
Лента	1,5	193,6	-	0,5	6,2	9,7	1,3	1%	-10%	8%	2%	0,3	12	58	-2,2	-3,4	-10,4	-9,5
М.Видео	1,5	517,1	-	0,6	7,3	12,5	3,7	49%	13%	8%	2%	0,4	38	697	-6,9	-11,6	24,6	26,1
Детский мир	1,2	99,3	31%	0,9	7,2	8,4	neg.	11%	10%	13%	6%	0,5	17	701	2,5	1,3	10,3	9,8
Всего по сектору	18,9		22%	0,6	7,4	11,1	3,0	12%	6%	9%	3%	0,5	22	2519	-1,2	-2,6	2,1	9,0
Девелопмент																		
ЛСР	1,3	766,0	23%	0,8	3,7	5,3	1,0	7%	3%	21%	11%	0,7	14	77	0,9	2,1	0,6	28,1
ПИК	4,2	393,9	14%	1,2	7,2	8,1	4,2	15%	17%	17%	13%	0,4	28	67	0,2	0,3	1,0	4,7
Всего по сектору	5,4		19%	1,0	5,5	6,7	2,6	11%	10%	19%	12%	0,6	21	144	0,5	1,2	0,8	16,4
Прочие сектора																		
Яндекс	13,8	2 625	14%	3,6	11,6	22,0	4,6	34%	37%	31%	18%	1,1	45	928	-1,3	1,2	9,0	36,0
QIWI	1,3	1 255	-	1,3	3,1	8,6	3,6	39%	44%	43%	33%	1,0	53	156	-4,8	-2,2	-14,6	33,1
Всего по сектору	16,4		14%	1,6	4,9	10,2	2,7	24%	27%	25%	17%	0,8	38,6	1 109	-2,0	-0,8	-5,2	16,0

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 - среднегометрический 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
18 декабря 12:00	•	Индекс бизнес-климата Ifo в Германии	декабрь	95,5	95,0	96,3
18 декабря 12:30	•	ИПЦ в Великобритании, м/м	ноябрь	0,2%	-0,2%	0,2%
18 декабря 13:00	•	Динамика строительства в еврозоне, м/м	ноябрь	н/д	0,7%	-1,0%
18 декабря 16:00	•	Розничные продажи в России, г/г	ноябрь	1,2%	1,6%	2,3%
18 декабря 16:00	•	Безработица в России, %	ноябрь	4,7%	4,6%	4,6%
18 декабря 16:00	•	Реальные зарплаты в России, г/г	ноябрь	3,5%	3,1%	3,8%
18 декабря 18:30	••••	Изм-е запасов сырой нефти в США, млн барр	пр. нед.	-2,126	0,822	-1,085
18 декабря 18:30	••••	Изм-е запасов бензина в США, млн барр	пр. нед.	1,966	5,405	2,529
18 декабря 18:30	••	Изм-е запасов дистиллятов в США, млн барр	пр. нед.	-0,188	4,118	1,509
19 декабря 12:30	••	Розничные продажи в Великобритании, м/м	ноябрь	0,3%	-0,1%	
19 декабря 15:00	••	Решение Банка Англии по ключевой ставке	ноябрь	0,75%	0,75%	
19 декабря 16:30	••••	Первичные обращения за пособиями по безработице в США, тыс.	пр. нед.	224,0%	252	
19 декабря 16:30	••	Число получающих пособия по безработице в США, тыс.	пр. нед.	н/д	1667	
19 декабря 18:00	••••	Продажи на вторичном рынке жилья США, млн, анн.	ноябрь	4,45	5,46	
19 декабря 18:00	••••	Индекс опережающих индикаторов в США, м/м	ноябрь	0,1%	-0,1%	
20 декабря 10:00	••	Индекс потребительских индикаторов в Германии	январь	9,80	9,70	
20 декабря 12:30	••	ВВП Великобритании, кв/кв	3й кв.	0,3%	0,3%	
20 декабря 16:30	••	ВВП США, оконч. оценка (кв/кв, анн.)	3й кв.	2,1%	2,1%	
20 декабря 18:00	•••••	Доходы потребителей в США, м/м	ноябрь	0,3%	0,0%	
20 декабря 18:00	•••••	Потребит. расходы в США, м/м	ноябрь	0,4%	0,3%	
20 декабря 18:00	•••••	Базовый РСЕ в США, м/м	ноябрь	0,1%	0,1%	
20 декабря 18:00	•••	Индекс потребит. уверенности в США от ун-та Мичигана (оконч.)	декабрь	99,2	99,2	

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

¹ - значимость события оценивается по 5-балльной шкале

Календарь корпоративных событий

Дата	Компания/отрасль	Событие
19 декабря	Мостотрест	Последний день торгов с дивидендами (11,29 руб./акцию)
20 декабря	Тинькофф банк	Включение акций компании в индекс МосБиржи
25 декабря	Норникель	Последний день торгов с дивидендами (604,09 руб./акцию)
26 декабря	Татнефть, ао	Последний день торгов с дивидендами (24,36 руб./акцию)
26 декабря	Татнефть, ап	Последний день торгов с дивидендами (24,36 руб./акцию)
6 января	НЛМК	Последний день торгов с дивидендами (3,22 руб./акцию)
8 января	Магнит	Последний день торгов с дивидендами (147,19 руб./акцию)
8 января	МТС	Последний день торгов с дивидендами (13,25 руб./акцию)
13 января	ММК	Последний день торгов с дивидендами (1,65 руб./акцию)

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

ПАО «Промсвязьбанк»

Управление аналитики и стратегического маркетинга

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 Кашеев Начальник управления	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
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69
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
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
Андрей Бархота	Barkhotaav@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 81-06-34
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

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, Equites, Commodities	+7 (495) 705-90-96
Алексей Кулаков	FX, короткие ставки	+7 (495) 411-5133
Михаил Сполохов	Денежный рынок	+7 (495) 705-9758
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5132
		+7 (495) 411-5135

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		+7 (495) 705-97-69
Игорь Федосенко	Брокерское обслуживание	+7(495) 411-51-39

©2019 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.

