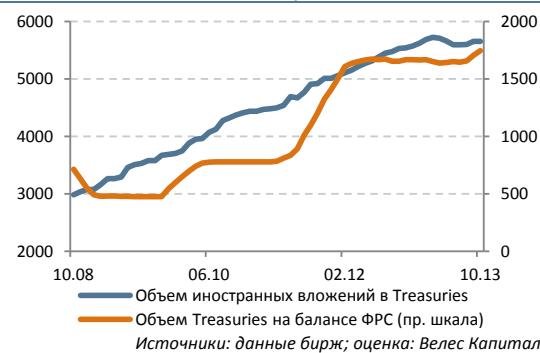


## Макроэкономическая конъюнктура

- **США.** Одним из важных событий 2013 г. стало решение ФРС приступить к началу сворачивания QE. Первые намеки прозвучали еще в мае, что вызвало резкий отток капитала с рынков развивающихся стран и скачок в доходности UST. Однако само решение последовало уже под окончание года и, поскольку участники уже успели свыкнуться с неизбежностью сворачивания программы количественного смягчения, уже не вызвало паники на рынках. Начиная с января регулятор сократит объем покупок на 10 млрд долл., т.е. до 75 млрд., а дальнейшие шаги будут зависеть от состояния американской экономики. Учитывая последние данные по ВВП (рост в 3-м квартале составил 4,1%) и хорошие отчеты по рынку труда, можно предположить, что пока ФРС будет придерживаться плана по уменьшению объема покупок на 10 млрд долл. на каждом заседании. При таком сценарии изъятие ликвидности из экономики будет постепенным и не нанесет ущерба экономическому росту. Вместе с тем, доходность UST продолжит расти и превысит порог в 3% по UST10 и 4% по UST30 скорее всего уже в первые дни года.
- Несмотря на сворачивание QE, темпы роста американской экономики в 2014 г. ускорятся. Драйвером станет рост потребительского спроса благодаря делевериджу, проходившему в последние годы. Задолженность домохозяйств находится уже на минимуме с 80-х годов, стоимость обслуживания долга в процентах от доходов домохозяйств также существенно снизилась в последние годы. Эти факторы могут подстегнуть новый виток роста кредитования и, соответственно, потребления в ближайшее время. Задействование избыточных резервов банков также может стать драйвером для экономического роста. Объем резервов банков на балансе ФРС в настоящий момент достигает рекордных 2 трлн долл., что сравнимо по масштабу с QE. При этом ставка по депозитам находится на историческом минимуме (менее 0,1%) и не способствует дальнейшему накоплению резервов. В случае, если ФРС установит отрицательную ставку по депозитам, накопленная банками ликвидность перераспределится в экономику и даст мощный толчок к ее дальнейшему росту, сопоставимый с программами QE.

### 2014. Возвращение к росту

#### Предупреждения о сворачивании QE охладили спрос на UST



#### Динамика доходности UST



#### Соотношение долга и расходов по обслуживанию долга к доходам



Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

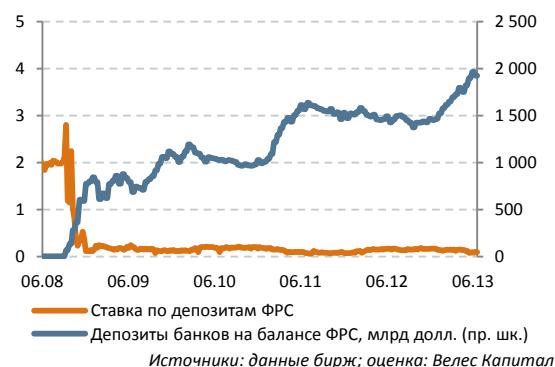
Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2013г.

Вместе с тем, в США по-прежнему остается неразрешенной проблема с потолком госдолга, что может выйти на первые полосы новостных лент в январе и оказать давление на финансовые площадки. В конце года Конгресс принял законопроект о бюджете на 2014 г., тем самым формально сняв ограничения по повышению потолка госдолга. Однако само повышение пока так и не последовало, и министр финансов США Джейкоб Лью уже выступил с предупреждением, что до конца февраля Минфин исчерпает возможность по привлечению финансирования и еще в течение нескольких месяцев сможет с помощью «экстраординарных мер» выполнять свои финансовые обязательства. **Мы не склонны полагать, что после октябрьских баталов и достигнутых в результате договоренностей американские законодатели не смогут прийти к соглашению по потолку госдолга и допустят дефолт США, однако не исключаем, что данный вопрос может оказать давление на финансовые площадки в январе-феврале.**

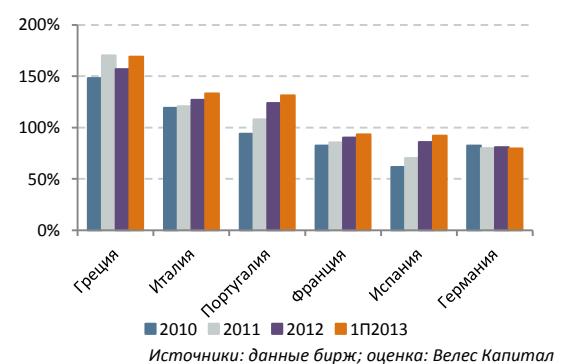
**ЕС.** Европейская экономика к концу 2013 г. начала демонстрировать признаки восстановления, однако риски для нее по-прежнему существуют. Проблемным странам так и не удалось сократить долговую нагрузку, высокая безработица и задолженность домохозяйств также остаются на повестке дня. Это говорит о том, что выход региона из кризиса будет медленным. Вместе с тем, ослабление инфляции дает ЕЦБ возможность применить нетрадиционные меры стимулирования, запуск которых мы ожидаем в начале 2014 года. При этом обсуждаемое в последнее время установление отрицательной ставки по депозитам, вряд ли, будет иметь существенное влияние. Запасы на балансе ЕЦБ начиная с середины 2012 г. и без того падали быстрыми темпами. Мы полагаем, что в следующем году европейская экономика продолжит постепенно выходить из кризиса, а ускорение экономического роста США окажет ей в этом поддержку. Этому может способствовать и расширение портфеля стимулирующих мер ЕЦБ.

**Китай.** В 2013 г. в Китае произошла смена правительства. Новое руководство поставило перед собой цели в ближайшие 10 лет провести структурные реформы и сменить модель потребления с экспортно-ориентированной на базирующуюся на внутреннем спросе. Для реализации поставленных целей правительство планирует провести серию реформ по либерализации экономики. В частности, с 2014 г. снимается мораторий на проведение IPO, действовавший с 2012 года. Исходя из уже одобренных заявок в 1П 76 компаний проведут первичное публичное размещение, а объем привлеченных средств может составить до 11 млрд долл. Запуск IPO позволит не только отдельным

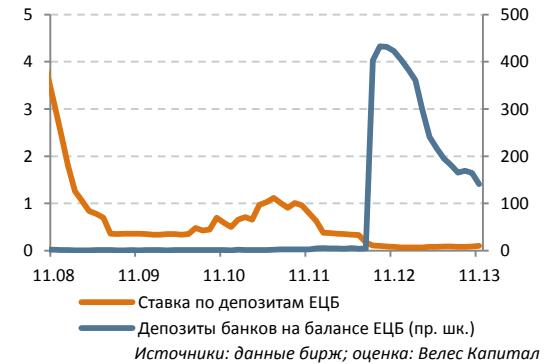
#### Депозиты банков на балансе ФРС



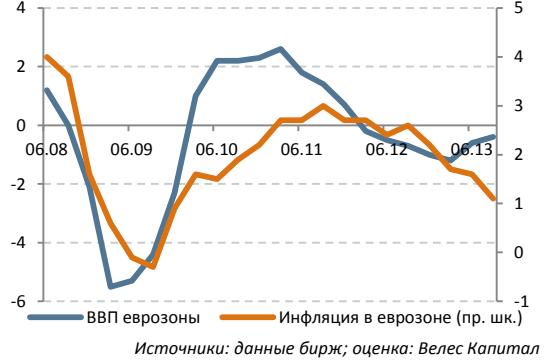
#### Динамика долга к ВВП, Еврозона



#### Депозиты на балансе ЕЦБ и ставка по ним



#### Динамика ВВП и инфляции в еврозоне





компаниям привлекать средства на публичном рынке, но и привлечет в страну иностранный капитал, что будет иметь долгосрочный положительный эффект уже на экономику в целом. Не исключено, что двухзначные темпы роста китайского ВВП, наблюдавшиеся в последние годы, уже ушли в прошлое, однако мы полагаем, что благодаря проводимым реформам торможение экономики Поднебесной не будет иметь негативных последствий, и рост ВВП в ближайшие годы будет удерживаться на уровне 7-8% годовых. В 2013 г. Китай вызвал обеспокоенность на мировых финансовых площадках в связи с ростом ставок денежного рынка. Летом НБК начал борьбу с теневой экономикой путем ограничения операций по предоставлению ликвидности. Однако опыт нескольких подобных операций показал, что регулятор держит ситуацию под контролем, и кризис ликвидности стране не грозит. Каждый раз ЦБ своевременно вливал на рынок необходимую дозу ликвидности, после чего ставки на МБК возвращались на комфортный уровень.

**Россия.** В течение 2013 г. целый ряд факторов привел к существенному торможению российской экономики. И если влияние внешних факторов ни в коем случае не приходится списывать со счетов (рецессия в Европе – основном российском экспортном рынке – крайне негативно отразилась на темпах роста экспорта), **влияние внутренних факторов на замедление экономики в течение года было определяющим.** Чрезмерная приверженность бюджетной дисциплине привела к тому, что **государственные расходы в течение года росли медленнее инфляции, оказывая угнетающее воздействие на экономику.** Рынок потребительского кредитования оказался перегрет еще к началу года, что к концу года вылилось в практически **беспрецедентное для последнего времени замедление потребительских расходов.** При этом на текущий момент расходы по обслуживанию долга составляют более 30% доходов домохозяйств, что не дает надежд на быстрое восстановление спроса в потребительском секторе. Единственный позитивный фактор – более 60% потребительских кредитов приходится на кредиты наличными и задолженность по кредитным картам – т.е. на краткосрочные кредиты сроком около одного года. Это позволяет надеяться, что процесс сокращения задолженности будет достаточно быстрым и восстановление потребительского спроса может начаться уже во второй половине 2014 г. Еще один фактор – снижение инвестиционной активности, которое стало реакцией как на неблагоприятную внешнюю конъюнктуру (это касается в первую очередь металлургического сектора), так и на общее замедление экономики и чрезмерную законотворческую активность (в основном в секторе электроэнергетики). Не способствовал

### Разложение годового прироста реального ВВП на компоненты, %



Источники: данные ЦБ РФ

### Объем и темп прироста просроченной задолженности физических лиц



Источники: данные ЦБ РФ

### Объем и годовой темп прироста кредитного портфеля физических лиц



Источники: данные ЦБ РФ

### Повседневные потребительские расходы



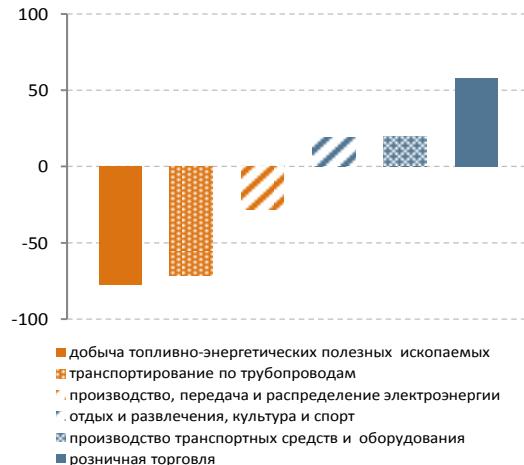
Источники: ROMIR; оценка: Велес Капитал



нормализации ситуации и «карманный» банковский кризис конца 2013 года. Мы полагаем, что в значительной степени все вышеперечисленные факторы продолжат оказывать негативное влияние на российскую экономику как минимум в первой половине 2014 г. Надежды на восстановление темпов роста во второй половине года связаны в первую очередь с улучшением внешнеэкономической конъюнктуры. К этому моменту также, вероятно, произойдет некоторое восстановление потребительской активности. Определенный позитивный эффект для производственного сектора российской экономики будет связан с заморозкой тарифов естественных монополий. Ожидаемое на этом фоне снижение инфляции может со временем привести к снижению ставок по корпоративным кредитам, что также будет способствовать ускорению экономического роста. В целом, 2014 г. обещает несколько лучшие результаты для российской экономики, чем год прошедший, но **взрывного роста ожидать не приходится – что и отражают прогнозы МЭР, предполагающие, что рост ВВП в 2014 г. составит 2,5% по сравнению с 1,4% в прошедшем году.**

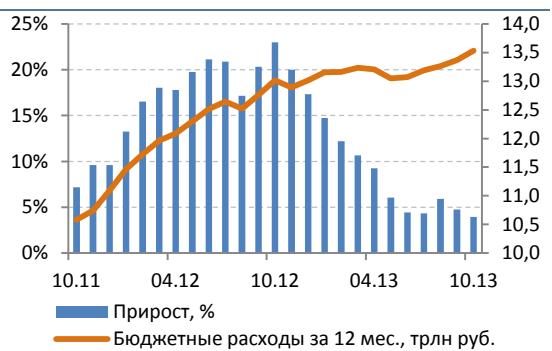
- ▣ **Нефть.** Ряд факторов указывает на то, что котировки нефти будут оставаться под давлением в течение 2014 года. В первую очередь это связано с перспективой снятия санкций с Ирана. Переговоры в Женеве между «шестеркой» международных посредников и Ираном завершились достижением соглашения, в соответствии с которым на ближайшие полгода Тегеран замораживает свою ядерную программу и идет на ряд других уступок в обмен на частичное смягчение экономических санкций. В том числе США и ЕС приостановили действие санкций в отношении экспорта иранских нефтепродуктов и в отношении сопутствующих продаже нефти услуг (страхование, транспортировка, финансовые услуги). В дальнейшем стороны намерены закончить обсуждение и начать претворение в жизнь заключительного этапа на пути создания всеобъемлющего договора (не позднее чем через год после подписания женевского соглашения от 24 ноября). Финальный шаг отменит в полном объеме санкции СБ ООН, многосторонние и национальные санкции, введенные в связи с ядерной деятельностью. Несмотря на то, что достигнутые договоренности стали настоящим прорывом, непосредственный эффект для рынка нефти оказался ограниченным – санкции на экспорт сырой нефти могут быть сняты лишь в перспективе. Пока же на рынке доминируют краткосрочные факторы, основным среди которых стало очередное обострение ситуации сначала в Ливии, а затем в Южном Судане. В то же время, **в случае снятия санкций к середине 2014 г. возможен выход на рынок порядка 1 мб/д дополнительных объемов иранской нефти, что может привести к временной разбалансировке рынка и**

Инвестиции по отраслям, 1П 2013 г. к соотв. периоду 2012 г., млрд. руб.



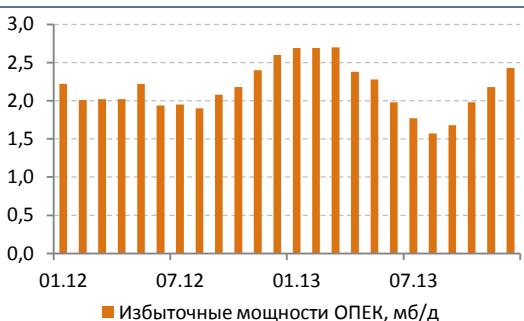
Источники: ЦБ РФ

Расходы бюджета отстают от инфляции



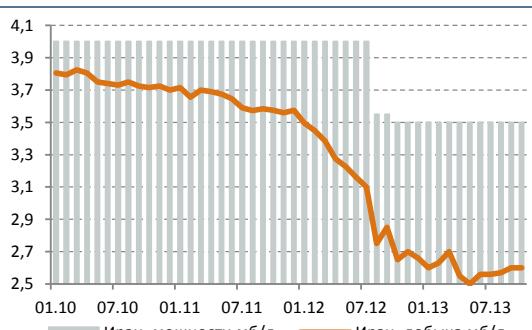
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Избыточные мощности ОПЕК



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Иран – добыча и мощности



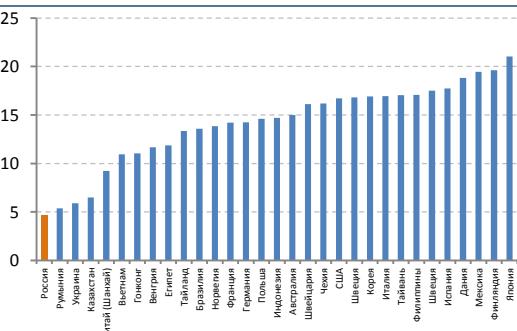
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



**вылияться в существенное падение цен черного золота.** Одновременно с иранской угрозой сохраняется существенный избыток мощностей ОПЕК, которые на текущий момент приблизились к двухлетним максимумам. При этом в ходе последнего заседания министров энергетики стран-членов ОПЕК в Вене было принято решение не менять квоты на добычу нефти (сохранив их на уровне 30 мб/д), несмотря на обещания Ирана и Ирака значительно нарастить поставки в ближайшее время. Согласно прогнозам Международного Энергетического Агентства (МЭА), спрос на нефть ОПЕК составит в 2014 г. 29,1 мб/д. По данным Министерства Энергетики США, добыча нефти в стране в октябре впервые с февраля 1995 г. превысила чистый импорт нефти и **одно только увеличение предложения со стороны стран, не входящих в ОПЕК, продолжит превышать увеличение совокупного спроса со стороны мировой промышленности в 2014 г.** В условиях ожидаемого избытка предложения сворачивание программы количественного смягчения в США может послужить толчком к снижению котировок нефти. **В этих условиях мы ожидаем, что котировки нефти марки Brent будут торговаться в 2014 г. в диапазоне 90-110 долл. за баррель.**

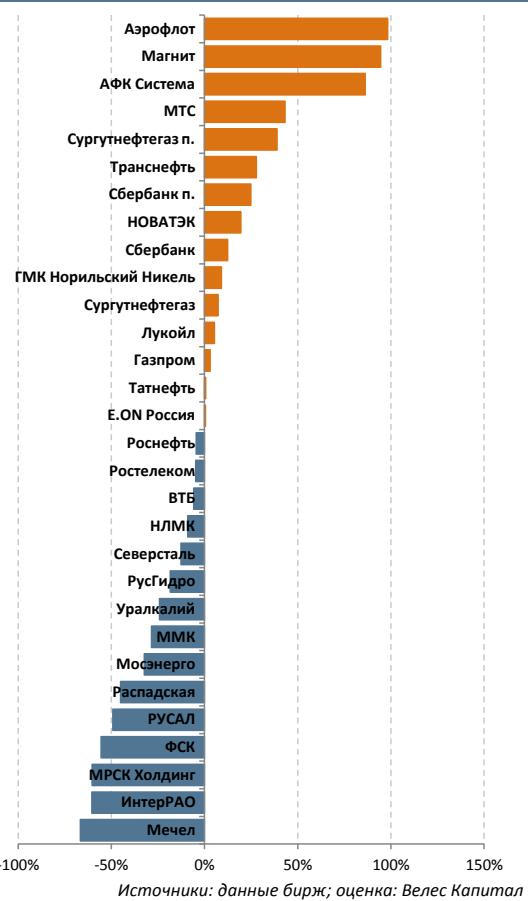
- ▣ **Фондовый рынок.** Российский рынок остается феноменально дешевым по сравнению с прочими рынками, тем не менее, вплоть до восстановления темпов роста российской экономики (т.е. в течение первой половины 2014 г.) актуальной останется достаточно консервативная стратегия инвестирования. **В первой половине года целесообразно сделать ставку на дивидендные бумаги (см. стр. 8).** Следует учитывать, что в связи с изменениями в законе об акционерных обществах, вступающими в силу с 1 января, оценка дат закрытия реестров исходя из практики предыдущих лет является неточной – теперь, согласно закону, дата, на которую определяется перечень лиц, имеющих право на получение дивидендов, не может быть установлена ранее 10 дней с даты принятия решения о выплате (объявлении) дивидендов и позднее 20 дней с даты принятия такого решения. Т.о., закрытие реестров теперь, вероятно, будет происходить после ГОСА, что существенно (вплоть до нескольких месяцев) отодвинет даты отсечения. Еще одна, достаточно консервативная идея на первую половину 2014 г. связана с приходом в июле Euroclear на российский рынок акций, в результате чего можно ожидать подтягивания котировок на внутреннем рынке к ценам ADR. Премия ADR к внутреннему рынку для ряда бумаг предоставляет отличную возможность для инвестиций – **обратить внимание стоит на акции Мечела, Магнита, АФК Системы, ЛСР, НОВАТЭКа и МТС.**

Форвардный Р/Е для различных рынков



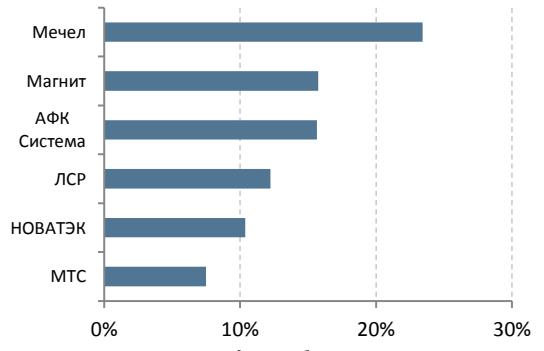
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Лидеры и аутсайдеры российского рынка за 2013 г.



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Премия ADR к локальному рынку



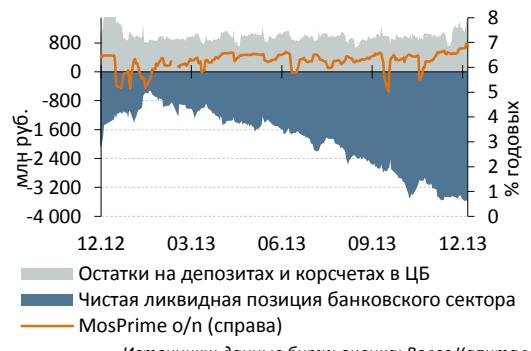
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



**Денежный рынок.** На внутреннем денежном рынке к концу 2013 г. наряду с дефицитом ликвидности, как таковым, четко обозначилась проблема нехватки у банков рыночного обеспечения для наращивания задолженности перед ЦБ по операциям РЕПО — самому популярному инструменту. Так, несмотря на впечатительные лимиты регулятора на аукционах РЕПО, банки просто не могут воспользоваться всем объемом ресурсов в силу достижения коэффициентом утилизации рыночного обеспечения пороговых значений, что вынуждает кредитные организации обращаться к более дорогим источникам ликвидности (валютные свопы с ЦБ и депозиты Росказнечайства) и поддерживает ставки на высоких уровнях. Данная проблема сохранит свою актуальность в 2014 г., и динамика ставок будет во многом определяться тем, насколько эффективными для рынка будут механизмы альтернативных инструментов предоставления ликвидности, не требующих рыночного обеспечения (в частности, кредитов под активы и поручительства). Мы ожидаем, что в течение следующего года ставки МБК по большей части будут находиться вблизи верхней границы коридора процентных ставок ЦБ (6,50% годовых в настоящее время), при этом волатильность ставок и диапазон их изменения в течение месяца будут минимальными. Мы также полагаем, что на снижение ставок процентного коридора Банк России пойдет лишь в случае выполнения планов по темпам инфляции (5,0% в 2014 г.) равномерно в течение года и при отсутствии шоков на внешних рынках. Однако снижение ставок коридора, вероятно, ограничится лишь 25 б.п., так как «разгуляться» ЦБ явно не позволят оптимистичные ориентиры уже на 2015-2016 гг. (4,5% и 4,0% соответственно), а в контексте «послаблений» для денежного рынка регулятор сделает акцент на высвобождение рыночного обеспечения, используемого в операциях РЕПО.

Политика Банка России по переходу к режиму плавающего валютного курса в 2014 г. на первых порах будет оказывать определенное давление на отечественную валюту. В то же время ЦБ сохраняет достаточно амбициозные планы по темпам инфляции на ближайшие годы, и слабый рубль будет этому только мешать. С другой стороны, постепенное улучшение экономической ситуации на внешних рынках благоприятно для отечественной валюты, однако роста котировок нефти, более всего способных оказать поддержку рублю, мы не ждем. В среднем мы ожидаем увидеть в 2014 г. пару доллар/рубль в диапазоне 32,5-34 руб., при этом по традиции нельзя исключать и кратковременные «провалы» отечественной валюты в случае шоковых событий на внешних рынках.

### Ситуация с ликвидностью на внутреннем рынке



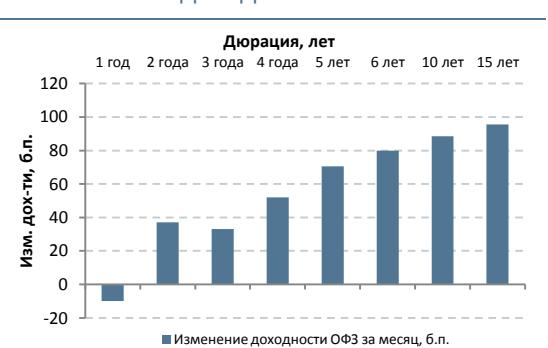
### Соотношение стоимости фондирования



### Доля нерезидентов на рынке ОФЗ



### Изменение доходности ОФЗ за 2013 г.





■ **Долговой рынок.** Прошедший год выдался достаточно трудным для рынка рублевого долга. Несмотря на либерализацию сегмента ОФЗ, ожидавшегося снижения доходности так и не последовало. Начиная с мая рынок находился под давлением фактора окончания QE. Стагнация российской экономики и ослабление рубля также не подогревали спрос на рублевые бонды. В результате доходность ОФЗ по итогам года выросла на 0,5-1 п.п.

В следующем году, мы полагаем, российскому рынку будет трудно вернуться к росту. В случае если оправдаются наши ожидания в отношении динамики UST, доходность ОФЗ может вырасти минимум на 0,5 п.п. Реализация же негативного сценария для отечественной экономики и ослабление рубля вполне могут добавить еще 0,5-1 п.п. Отметим также, что доля нерезидентов на рынке ОФЗ, даже с учетом майского оттока капитала с рынков развивающихся стран, остается достаточно высокой (почти 25%), поэтому и после окончательной отмены фактора сворачивания QE ожидать притока свежего капитала не приходится.

■ В последнее время корпоративные облигации чувствовали себя недостаточно хорошо под влиянием и внутренней ситуации в макроэкономике, и фактора QE, и возникшей под конец года нехватки ликвидности. В результате, усилилась фрагментация рынка, доступ же на первичный рынок для эмитентов не 1-го эшелона стал затруднительным. Под конец года взлетела и доходность банковских займов после роста недоверия под влиянием фактора «Мастер Банка». В 2014 г. корпоративный сектор, вероятно, будет чувствовать себя чуть лучше, поскольку с 1 января 2014 г. доступ для нерезидентов откроется и к этому сегменту. При этом рассчитывать на серьезный рост также не приходится, поскольку снижение ставок будет сдерживаться динамикой ОФЗ. Ситуация с ликвидностью, по крайней мере, в начале года останется напряженной, что также будет негативно сказываться на конъюнктуре рынка.

В разрезе секторов мы ожидаем в первую очередь роста котировок банковских займов, однако это произойдет только после того, как ситуация с отзывом лицензий успокоится, на что потребуется хотя бы один спокойный месяц. В прочих секторах осталось не столь много ликвидных займов, да и те уже торгаются с адекватной премией. Поэтому в первую очередь от прихода Euroclear мы ожидаем роста ликвидности рынка, что может вернуть на рынок первичные размещения. Стоит заметить, что размещение публичного долга по-прежнему дешевле стоимости привлечения средств в банке. Согласно данным ЦБ, средняя ставка по кредитам реальному сектору на конец года составляла 9,68%, что на 2,8 п.п. превышает ставку по ОФЗ с аналогичным сроком обращения, тогда как представители 1-го и некоторые из 2-го эшелона занимают с премией к ОФЗ до 2 п.п.

Анна Соболева, Василий Танурков  
Юрий Кравченко, Иван Манаенко  
[bonds@veles-capital.ru](mailto:bonds@veles-capital.ru)



## Дивидендные бумаги на 2014 г.

Компания	Тикер	Тип дивидендов	Ожидаемый дивиденд на акцию, руб.	Ожидаемая дата отсечения	Цена акции на 27.12.2013	Дивидендная доходность, %
Россети п.	MRKHP	годовой	0,09	24.05.2014	0,7411	12,14%
НКНХ п.	NKNCP	годовой	1,86	04.03.2014	20,593	9,03%
ЭОН Россия	EONR	годовой	0,17	20.05.2014	2,3473	7,24%
НКНХ	NKNC	годовой	1,86	04.03.2014	26,254	7,08%
Татнефть п.	TATNP	годовой	8	13.05.2014	119,06	6,72%
Сургутнефтегаз п.	SNGSP	годовой	1,73	12.05.2014	25,753	6,72%
Ростелеком п.	RTKMP	годовой	4,35	30.04.2014	73,15	5,95%
Газпром	GAZP	годовой	7,58	14.05.2014	140,86	5,38%
Сбербанк п.	SBERP	годовой	3,972	14.04.2014	80,12	4,96%
РусГидро	HYDR	годовой	0,026	23.05.2014	0,567	4,59%
ОГК-5	OGKE	годовой	0,048	23.04.2014	1,1135	4,31%
Роснефть	ROSN	годовой	10,58	07.05.2014	247,79	4,27%
Татнефть	TATN	годовой	8	04.03.2014	207,99	3,85%
Норникель	GMKN	2П 2013 г.	200	02.05.2014	5389	3,71%
Сбербанк	SBER	годовой	3,19	14.04.2014	102	3,13%
ЛУКОЙЛ	LKOH	2П 2013 г.	60	13.05.2014	2009,5	2,99%
АФК Система	AFKS	годовой	1,35	21.05.2014	45,462	2,97%
Мегафон	MFON	годовой	31,11	22.05.2014	1102	2,82%
Газпромнефть	SIBN	2П 2013 г.	3,91	24.04.2014	147,55	2,65%
Сургутнефтегаз	SNGS	годовой	0,7	12.05.2014	28,245	2,48%
ВТБ	VTBR	годовой	0,00118	14.05.2014	0,04962	2,38%
Уралкалий	URKA	2П 2013 г.	3,63	28.04.2014	173,25	2,10%
Ростелеком	RTKM	годовой	2,3	30.04.2014	110,68	2,08%
МТС	MTSS	2П 2013 г.	5,775	11.05.2014	325,74	1,77%
Аэрофлот	AFLT	годовой	1,24	06.05.2014	85,71	1,45%
НОВАТЭК	NVTK	2П 2013 г.	4,67	24.03.2014	402,56	1,16%
Транснефть п.	TRNFP	годовой	705,62	02.06.2014	87129	0,81%
Магнит	MGNT	2П 2013 г.	56,06	07.04.2014	9226,801	0,61%
Северсталь	CHMF	годовой	1,75	28.04.2014	315,4	0,55%

Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



## Наши обзоры за 2013 г.

- 24.01.2013 [Магнит: Рост продолжается](#)
- 29.01.2013 [Polyus Gold: «Итоги продажи доли Прохорова определят «все»](#)
- 30.01.2013 [Северсталь: «Ничего неожиданного»](#)
- 30.01.2013 [Нижнекамскнефтехим: Накануне «большого скачка»](#)
- 04.02.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: «Завершение банкета»](#)
- 0.02.2013 [ОГК-5: Перспективы роста](#)
- 11.02.2013 [АТБ: Комментарий к размещению](#)
- 11.02.2013 [Газпром нефть: Результаты 2012 года](#)
- 19.02.2013 [Обзор денежного и вексельного рынков: 19 февраля 2013 года](#)
- 04.03.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: «...спад экономики ещё не полностью пошёл на подъём...» \(В. Черномырдин\)](#)
- 07.03.2013 [Северсталь: Обновление оценки Северстали: Сезонный рост спроса на сталь увеличит интерес к акциям](#)
- 11.03.2013 [ЛУКОЙЛ: Итоги 2012 года](#)
- 13.03.2013 [Обзор денежного и вексельного рынков: 13 марта 2013 года](#)
- 15.03.2013 [НЛМК, Северсталь, ММК, Мечел, Евраз: Промежуточные результаты отрасли вызывают опасения](#)
- 15.03.2013 [НОВАТЭК: Газовый «Давид»](#)
- 25.03.2013 [Внешпромбанк: рост под присмотром акционеров](#)
- 25.03.2013 [ТГК-1: Итоги 2012 г.](#)
- 26.03.2013 [ОГК-5: Результаты года](#)
- 27.03.2013 [НЛМК: Европа будет сдерживать рост акций металлургов](#)
- 28.03.2013 [Рынок удобрений: Завершение коррекции](#)
- 28.03.2013 [Мосэнерго: В преддверии результатов](#)
- 01.04.2013 [ЭОН Россия: В ожидании дивидендов](#)
- 02.04.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: Опасный прецедент](#)
- 04.04.2013 [Транскапиталбанк: уверенным шагом](#)
- 04.04.2013 [Polyus Gold int.: главная интрига: старт добычи на Наталке](#)
- 04.04.2013 [Нижнекамскнефтехим: Результаты 2012 г.](#)
- 11.04.2013 [Банковский сектор: Кредитование продолжает набирать обороты](#)
- 13.04.2013 [Отраслевой срез: Российские сети](#)
- 15.04.2013 [Уралкалий: Результаты 2012 г.](#)
- 16.04.2013 [Мечел: «На пределе рентабельности»](#)
- 18.04.2013 [Обзор денежного и вексельного рынков: 18 апреля 2013 года](#)
- 18.04.2013 [Башнефть: Итоги 2012 г.](#)
- 18.04.2013 [Норильский никель: «Без оптимизма»](#)
- 19.04.2013 [Акрон: Итоги 2012 г.](#)
- 25.04.2013 [Черная металлургия: Рост цен внутри: временное явление](#)
- 26.04.2013 [ФосАgro: Итоги 2012 г.](#)
- 29.04.2013 [Энел ОГК-5: Итоги 1 кв. 2013 г.](#)
- 30.04.2013 [Рынок золота: Цель: 1500 долл. за унцию](#)
- 07.05.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: «Мерфи был оптимистом!»](#)
- 21.05.2013 [Газпром нефть: Опасная инициатива](#)
- 22.05.2013 [Обзор денежного и вексельного рынков: 22 мая 2013 года](#)
- 23.05.2013 [Магнит: Абсолютное лидерство](#)
- 28.05.2013 [Татнефть: «В Багдаде все спокойно»](#)
- 31.05.2013 [Банк СОЮЗ: возможности в союзе с надежностью](#)
- 04.06.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: «Бояться несчастья – и счастья не будет»](#)
- 10.06.2013 [УБРИР: уверенный рост без ущерба качеству](#)
- 17.06.2013 [Электроэнергетика: В ожидании перемен](#)
- 19.06.2013 [Мечел: Обзор результатов Мечела](#)
- 20.06.2013 [РОСГОССТРАХ БАНК: страховка не нужна](#)
- 28.06.2013 [Переоценка перспектив черной металлургии](#)
- 28.06.2013 [Сургутнефтегаз: Ставка на слабый рубль](#)
- 28.06.2013 [Яндекс: Недооценен ли Яндекс?](#)
- 01.07.2013 [Мосэнерго: Оптимистичные результаты за счет снижения операционных расходов: 1 июля 2013 г.](#)
- 02.07.2013 [Северсталь: обновление прогнозов](#)
- 03.07.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: \(5.Необходимость ждать\)](#)



- 04.07.2013 [Обзор денежного и вексельного рынков: 4 июля 2013 года](#)
- 09.07.2013 [Интер РАО: Не время продавать: 9 июля 2013 г.](#)
- 19.07.2013 [ММК: возобновления покрытия](#)
- 25.07.2013 [Северсталь: Обзор производственных результатов Северстали](#)
- 30.07.2013 [Уралкалий: Bellum interneicum](#)
- 01.08.2013 [КРЕДИТ ЕВРОПА БАНК: в лидерах розничного кредитования](#)
- 01.08.2013 [Polyus Gold: Обновление оценки Polyus Gold](#)
- 05.08.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: Прямая и явная угроза](#)
- 06.08.2013 [Мечел: Обзор операционных результатов](#)
- 07.08.2013 [Рынок золота: обновление прогнозов](#)
- 07.08.2013 [Газпром нефть: Осенний урожай дивидендов](#)
- 08.08.2013 [СОВКОМБАНК: региональная экспансия с розничным уклоном](#)
- 12.08.2013 [Обзор денежного и вексельного рынков: 12 августа 2013 года](#)
- 13.08.2013 [ОГК-2: Большие мощности с низкой рентабельностью: 13 августа 2013 г.](#)
- 15.08.2013 [НЛМК: Макроэкономика определит динамику акций металлургов](#)
- 21.08.2013 [ОГК-2: Долгосрочное инвестирование: 13 августа 2013 г.](#)
- 21.08.2013 [Акрон: Расплата за чужие ошибки](#)
- 27.08.2013 [Магнит: Переходный возраст!](#)
- 30.08.2013 [Мосэнерго: Невысокие результаты из-за сомнительной дебиторки: 30 августа 2013 г.](#)
- 02.09.2013 [Газпром: Длительная ремиссия](#)
- 05.09.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: «А вдруг война или какое другое мероприятие?»](#)
- 13.09.2013 [Татнефть: Не льститесь на блистание, но на постоянство - А. Суворов](#)
- 18.09.2013 [Электроэнергетика: Что ни делается: все к лучшему: 18 сентября 2013 г.](#)
- 23.09.2013 [Русал: риски дефолта по облигациям переоценены](#)
- 24.09.2013 [РОСТ БАНК: приумножая бизнес](#)
- 24.09.2013 [Уралкалий: Десятилетие перепроизводства](#)
- 08.10.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: Битва за бюджет](#)
- 08.10.2013 [Инвестторгбанк: прочные позиции, стабильный рост](#)
- 08.10.2013 [Электроэнергетика: КЭС Холдинг: Консолидация активов: 8 октября 2013 г.](#)
- 11.10.2013 [Обзор рынка алюминия: еще один год низких цен: 11 октября 2013 г.](#)
- 16.10.2013 [Электроэнергетика: Обратная сторона регулирования: 16 октября 2013 г.](#)
- 16.10.2013 [Русал: возобновление покрытия](#)
- 21.10.2013 [Нефть: Нет поводов для роста](#)
- 22.10.2013 [Дикси: Прогноз результатов деятельности за 9M13 ритейлера Дикси](#)
- 23.10.2013 [НЛМК: обновление прогнозов](#)
- 24.10.2013 [Энел ОГК-5: Ставка на дивиденды: 24 октября 2013 г.](#)
- 28.10.2013 [Электроэнергетика: Выход из активов: 28 октября 2013 г.](#)
- 30.10.2013 [Северсталь: пересмотр прогнозов](#)
- 31.10.2013 [ОГК-2: Сокращение издережек: 31 октября 2013 г.](#)
- 01.11.2013 [Обзор денежного и вексельного рынков: 24 сентября 2013 года](#)
- 01.11.2013 [БИНБАНК: частный капитал как залог успеха](#)
- 06.11.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: Идейный ноябрь](#)
- 15.11.2013 [Электроэнергетика: Ноябрьский ливень: 15 ноября 2013 г.](#)
- 15.11.2013 [Газпром нефть: Результаты 3 кв. 2013 г.](#)
- 15.11.2013 [НЛМК: Ухудшение ожиданий](#)
- 19.11.2013 [Норильский Никель: Новая стратегия и операционные результаты](#)
- 03.12.2013 [НОВАТЭК: «Carthaginem esse delendam». 2 декабря В. Путин подписал закон о либерализации экспорта СПГ](#)
- 03.12.2013 [Мечел: прекращение покрытия](#)
- 05.12.2013 [Макроэкономическая конъюнктура: Contra spem spero](#)
- 23.12.2013 [Итоги заседания ФРС 18 декабря 2013 г. Процесс пошел...](#)
- 26.12.2013 [Мечел: оферта в 1К14 и результаты за 9M13](#)
- 31.12.2013 [Дикси – Прогноз результатов деятельности по итогам 4К13 и 2013 г.](#)



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2013 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

Евгений Шиленков  
Директор департамента  
[EShilenkov@veles-capital.ru](mailto:EShilenkov@veles-capital.ru)

Денис Саранцев  
Управляющий директор по активным операциям  
[DSarantsev@veles-capital.ru](mailto:DSarantsev@veles-capital.ru)

Михаил Васильев  
Заместитель управляющего директора по  
активным операциям  
[MVasilyev@veles-capital.ru](mailto:MVasilyev@veles-capital.ru)

Александр Антипов  
Начальник управления операций на рынке акций  
[AAntipov@veles-capital.ru](mailto:AAntipov@veles-capital.ru)

Алексей Никогосов  
Сейлз-трейдер  
[ANikogosov@veles-capital.ru](mailto:ANikogosov@veles-capital.ru)

Вячеслав Беззубенко  
Сейлз-трейдер  
[VBezzubenko@veles-capital.ru](mailto:VBezzubenko@veles-capital.ru)

Александр Цветков  
Сейлз-трейдер  
[ATsvetkov@veles-capital.ru](mailto:ATsvetkov@veles-capital.ru)

Артем Московский  
Сейлз-трейдер  
[AMoskovsky@veles-capital.ru](mailto:AMoskovsky@veles-capital.ru)

## Аналитический департамент

Иван Манаенко  
Директор департамента  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

Айрат Халиков  
Металлургия, Машиностроение  
[AKhalikov@veles-capital.ru](mailto:AKhalikov@veles-capital.ru)

Василий Танурков  
Нефть и газ, Химия и удобрения  
[VTanurkov@veles-capital.ru](mailto:VTanurkov@veles-capital.ru)

Юрий Кравченко  
Банковский сектор, Денежный рынок  
[YKravchenko@veles-capital.ru](mailto:YKravchenko@veles-capital.ru)

Анна Соболева  
Долговые рынки  
[ASoboleva@veles-capital.ru](mailto:ASoboleva@veles-capital.ru)

Александр Костюков  
Электроэнергетика, Потребительский сектор  
[AKostikov@veles-capital.ru](mailto:AKostikov@veles-capital.ru)

Юлия Фрумкина  
Потребительский сектор  
[YFrumkina@veles-capital.ru](mailto:YFrumkina@veles-capital.ru)

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989  
[www.veles-capital.ru](http://www.veles-capital.ru)

Украина, Киев, 01025, Б. Житомирская ул., д. 20  
Телефон: +38 (044) 459 0250, факс: +38 (044) 459 0251  
[www.veles-capital.ua](http://www.veles-capital.ua)