

Макроэкономическая конъюнктура

«Мы видим свет в конце туннеля», – Абдалла эль Бадри

■ **США.** Федрезерв все-таки воздержался от повышения ключевой ставки в сентябре, чем вызвал лишь недоумение у инвесторов, и вернул на рынки неопределенность. **С одной стороны, занятость уже давно перешагнула через ранее озвученный порог в 6%.** Другие макроиндикаторы также сигнализируют о продолжающемся улучшении экономической конъюнктуры. Так, доходы населения в августе выросли на 0,3% после роста на 0,5% в июле, расходы – на 0,4%, индекс потребительской уверенности вырос с 101,3 до 103 пунктов. Учитывая постепенный рост занятости, повышение заработной платы благоприятно сказывается на потребительском спросе, который является основным драйвером американской экономики. **С другой стороны, инфляция в США пока остается под контролем, оставляя ФРС возможность продолжать стимулирующую политику без вреда для экономики.** Снижение же цен на нефть в августе может еще сильнее замедлить инфляционные ожидания, что, возможно, и напугало руководство федрезерва. В таком случае необходимость продолжения периода низкой ставки сохраняется.

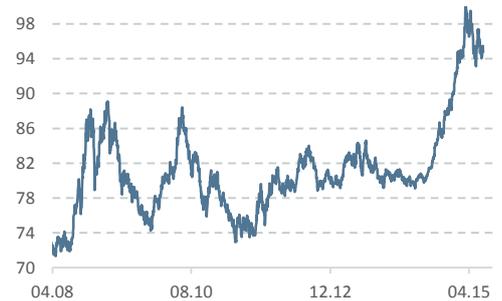
■ **Дополнительный фактором неопределенности выступают заявления многих членов правления ФРС о хорошем состоянии американской экономики и необходимости повышения ставки до конца текущего года наряду с решением сохранить ставку в сентябре.** Кроме того, нераскрытым остается вопрос о влиянии глобальных событий на последнее решение ФРС. В ходе пресс-конференции по итогам заседания, Дж. Йеллен сослалась на нестабильность в китайской экономике, однако, уже через несколько дней заявила, что ФРС будет в первую очередь ориентироваться на сигналы все-таки по американской экономике.

Индекс экономических сюрпризов



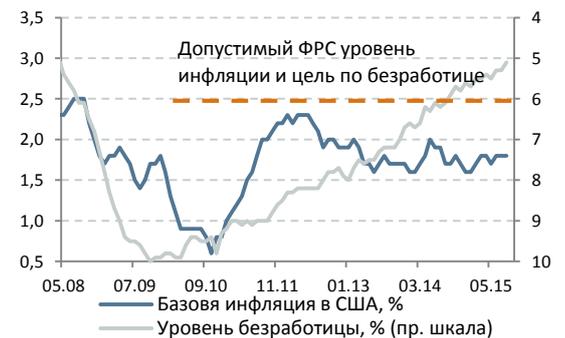
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Индекс доллара



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Соотношение занятости и инфляции в США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

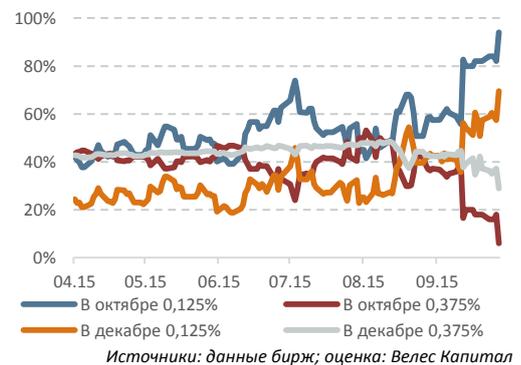


Тем не менее пока к началу октября картина складывается не в пользу повышения ставки до конца месяца. Темпы роста числа рабочих мест резко замедлились в августе – сентябре. Согласно последнему отчету Минтруда, за два месяца было создано всего 278 тыс. рабочих мест, хотя первоначально ожидалось по 200 тыс. в месяц. В результате основной драйвер американской экономики в текущем году – потребительский спрос – оказался под ударом. В промышленном секторе также ситуация далека от идеальной. Во многих штатах замедляется деловая активность и медленно сокращается число рабочих мест. А учитывая постепенное сокращение добычи нефти и числа буровых установок, замедление в промышленном секторе продолжится и дальше, пока нефтяные цены удерживаются вдалеке от уровня рентабельности сланцевых компаний. Аналогичную точку зрения в отношении сроков повышения ставки можно наблюдать и во фьючерсной кривой. Прогнозы на октябрь резко изменились после последнего заседания, вероятность сохранения ставки оценивается почти в 100%; на декабрь прогноз – 70%. Первое повышение ставки (вероятность выше 50%) рынком закладывается не ранее марта 2016 г. Тем не менее, статданные по США в ближайший месяц будут под пристальным вниманием инвесторов. Опасения замедления экономики будут оказывать давление, ровно как и негативные сигналы по Китайской экономике.

ЕС. В европейской экономике по-прежнему без перемен, однако падение нефтяных цен в августе ударило по темам инфляции. Так, в сентябре впервые с начала года индекс CPI еврозоны опустился ниже 0 и составил -0,1% в годовом выражении. В то же время индекс Core CPI, не учитывающий влияние цен на энергоресурсы и продукты питания, остался на отметке 0,9%. М. Драги отметил, что в случае ухудшения ситуации с инфляцией ЕЦБ, готов пойти на расширение программы QE, однако перед принятием такого решения регулятор тщательно проанализирует ситуацию в экономике.

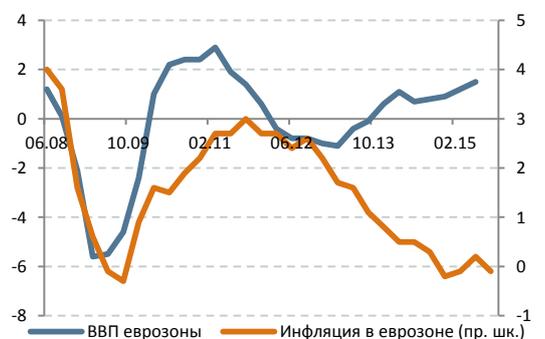
Мы полагаем, что на текущий момент у ЕЦБ нет поводов для расширения объема QE, тем более что за исключением инфляции остальные макроиндикаторы демонстрируют умеренный оптимизм. Однако грядущее повышение ставки в США может, напротив, потребовать от Евросоюза дополнительных мер поддержки. Курс евро, достигнув в этом году дна в 1,05 к доллару, в текущий момент вернулся к уровню 1,12 долл. и с началом нормализации монетарной

Ожидания изменения ставки ФРС на заседании в сентябре



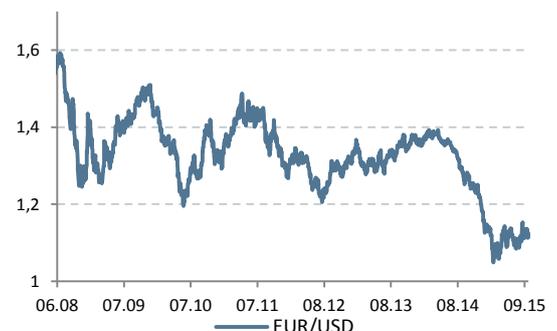
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Соотношение ВВП и инфляции в еврозоне



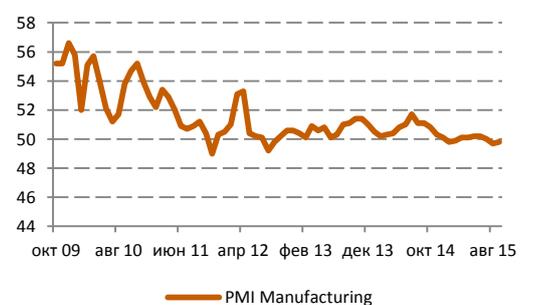
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика курса евро



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Китай, PMI Manufacturing



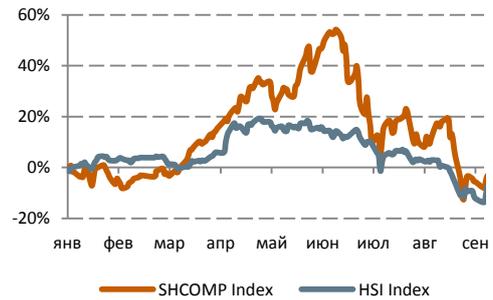
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



политики в США вполне может возобновить рост до 1,2 долл. – повышение ставки уже отыграно рынком, а его темпы повышения будут очень неспешными. В этом случае ЕЦБ придется прибегнуть к дополнительным мерам по ослаблению объединенной валюты. Мы ожидаем, что такое решение может быть принято не ранее 1 квартала 2016 г.

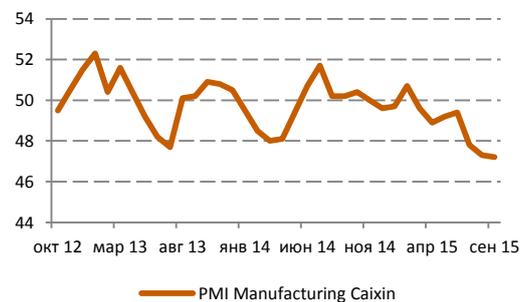
- **Китай.** В сентябре Китай перестал быть определяющим фактором движения на глобальных рынках. Паника инвесторов относительно перекупленности рынка и неясных перспектив экономики поднебесной постепенно сошла на нет. В результате фондовые индексы КНР на протяжении всего месяца находились в боковике.
- В то же время целый ряд финансовых организаций практически одновременно понизили свои прогнозы по росту ВВП Китая: Всемирный банк, Азиатский банк развития. Официальный PMI Manufacturing в сентябре слегка улучшился и составил 49,8 после 49,7 в августе. Однако PMI Manufacturing от Caixin наоборот снизился до нового исторического минимума: с 47,3 до 47,2. Мы считаем, что в текущих ценах уже отражены новые цели по росту ВВП в 2015 г. в пределах 6,8-6,9% против первоначальных ожиданий в 7%, поэтому вероятность очередного падения может возникнуть только при существенном ухудшении экономики КНР.
- **Россия.** Российская экономика стабилизировалась, однако поводов для оптимизма пока также нет. Инфляция, отыгрывая девальвационный эффект лета, в сентябре ускорилась до 0,6% после роста на 0,35% в августе. Особенно сильно девальвация сказалась на ценах непродовольственных товаров (1,1%). **С начала года уровень инфляции достиг 10,4% и мы полагаем, что по итогам года вполне может уложиться в 13%.** При этом в 4-м квартале вполне вероятно некоторое ускорение инфляции в месячном выражении, в особенности в продовольственном сегменте. Связано это с окончанием сезона урожая и все еще сохраняющимися рисками влияния августовской девальвации на розничные цены. Однако это едва ли скажется на долгосрочных прогнозах по инфляции, которая, как ожидает ЦБ, уже в 2016 г. замедлится до 6-7%.
- Темпы снижения промпроизводства в августе немного замедлились и составили -4,3% против -4,7% в июле. В то же время потребительский спрос по-прежнему остается слабым, что отражают упавшие на 9,1% розничные продажи. **Ключевое влияние на снижение потребительской активности продолжает оказывать падение реальных заработных плат населения,** которое длится уже десять месяцев. При этом два последних

Динамика китайских индексов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика PMI Caixin



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Пик инфляции в России уже пройден



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



месяца сокращение реальных доходов происходило не только на фоне крайне высокого уровня инфляции, но также и за счет снижения номинальной зарплаты. За июнь-август номинальная зарплата упала на 10% по отношению к уровню июня. **Дальнейшее сокращение номинальных доходов продолжит оказывать негативное давление на спрос даже при условии замедления инфляции.**

Розничное кредитование, сыгравшее свою роль в улучшении потребительской активности в кризисные 2008-2009 гг., в текущих условиях вряд ли повторит успех прошлых лет. После замедления роста розничных портфелей банков в 2014 г. динамика этого года выглядит еще более удручающей: за первые 8 месяцев 2015 г. кредиты физлиц сократились на 5,0%, а с поправкой на валютную переоценку потеряли 5,4%. При этом текущая стагнация розничного кредитования сопровождается заметным ростом просроченной задолженности в качестве расплаты за активный рост в предыдущие годы. **Такая динамика, как минимум, на ближайший год направит основные силы банков на «разбор» просроченных ссуд, но никак не на выдачу новых, при том, что качество заемщиков физ. лиц в силу вышеизложенных факторов за последний год только ухудшилось.**

В отличие от 2008-2009 гг., когда правительство пошло на прямые методы поддержания внутреннего спроса, в том числе и на индексацию зарплат госслужащих (30%), сдержанная бюджетная политика этого года не представляет возможности для применения подобных мер. Данную позицию Минфина поддержала и глава ЦБ РФ по итогам последнего заседания Совета директоров Банка России. Более того, правительству пришлось пойти на мораторий индексации зарплат госслужащих и военных. **С учетом последнего прогноза (Минфина) по инфляции на 2016 г. на уровне 6% и текущей динамики номинальных зарплат мы не ожидаем восстановления потребительского спроса в течение ближайших двух-трех кварталов.**

Нефть. Ситуация на рынке нефти в сентябре продолжила улучшаться. С точки зрения предложения **важнейшим фактором остается снижение добычи в США.** По данным Минэнерго США среднесуточная добыча в сентябре составила 9,1 мб/д, что на 500 тыс. б/д ниже максимума начала лета. По обновленным прогнозам Минэнерго, добыча продолжит падать и далее – ожидается, что среднесуточная добыча в 2016 г. составит 8,9 мб/д по сравнению с 9,2 мб/д в текущем году. Примечательно также, что после небольшого восстановления объемов бурения в США в июле-августе, в сентябре произошло

Динамика заработной платы vs ИПЦ



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Промышленное производство удержалось от падения за счет обесценения рубля



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика промпроизводства РФ



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Добыча и бурение в США



Источники: данные Baker Hughes, DOE; оценка: Велес Капитал



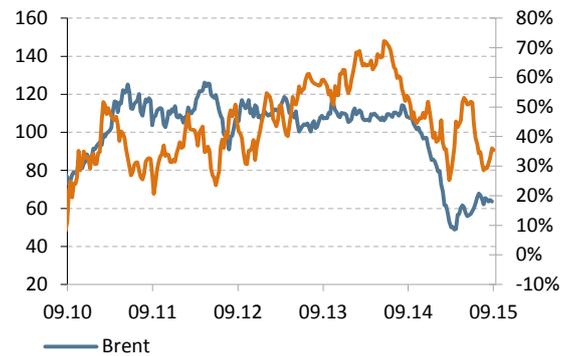
новое резкое сокращение числа работающих нефтяных буровых. При этом на конец первой недели октября бурение сократилось по сравнению с концом августа на 9%, оказавшись ниже предыдущего минимума, установленного в конце июня. Возобновившееся падение бурения делает дальнейшее снижение добычи в США неизбежным, **уже в октябре среднесуточная добыча в США может впервые за 7 лет продемонстрировать сокращение в годовом выражении.**

- Снижение объемов бурения происходит не только в США – по данным Baker Hughes, снижение числа действующих нефтяных и газовых буровых установок в мире в сентябре возобновилось после роста в летние месяцы. По данным ОПЕК **снижение инвестиций в нефтедобычу в текущем году может достигнуть 22,4%**, Международное Энергетическое Агентство также ожидает снижения инвестиций более чем на 20%. При этом, согласно заявлению генсека ОПЕК, для удовлетворения глобального спроса на нефть к 2040 г. требуются инвестиции в 10 трлн долл. – возможность привлечения столь значительных средств в нефтяную отрасль в условиях текущих цен на нефть вызывает сомнения, а **недостаток инвестиций грозит в более отдаленном будущем дефицитом нефти.**

- Улучшение наблюдаются и со стороны спроса.** Так, EIA подняло оценку глобального спроса на нефть на текущий год с 93,62 до 93,79 мб/д, МЭА ожидает роста спроса до 94,3 мб/д (+1,7 мб/д за год), а **глава Total заявляет, что рост спроса может опередить даже позитивные оценки МЭА.** В отличие от ситуации последних лет (когда спрос на нефть в развитых странах находился в стагнации), рост спроса в значительной степени подогревается ростом потребления нефти в развитых странах, при этом на фоне продолжающихся бить рекорды продаж автомобилей в Европе и США можно ожидать сохранения высоких темпов роста спроса на нефть в этих регионах и в будущем. Одновременно, **несмотря на все опасения по поводу замедления китайской экономики, замедления темпов роста спроса на нефть в Китае не наблюдается** – в августе спрос на нефть в Китае вырос на 10,2%, поставив новый исторический рекорд.

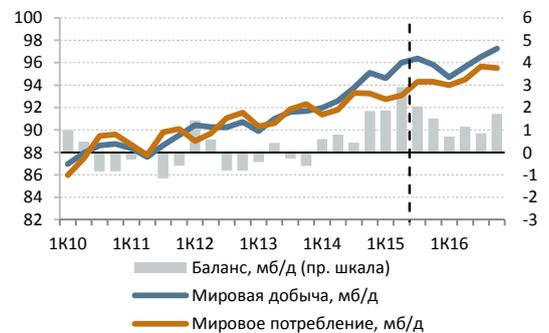
- Способствует росту цен на нефть и обострение геополитической ситуации – **российское военное вмешательство в Сирии является фактором, способным увеличить рисковую премию в цене нефти.** Все вышеперечисленные факторы позволили генсеку ОПЕК Абдалле эль-Бадри заявить в ходе лондонской конференции Oil and Money в начале октября: «Мы видим свет в конце туннеля». Мы полагаем, что на этом фоне рост цен на нефть является вполне оправданным,

Спекулятивная позиция



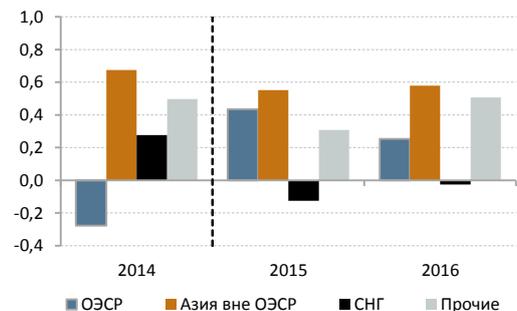
Источники: данные CFTC; оценка: Велес Капитал

Нефть – спрос и предложение



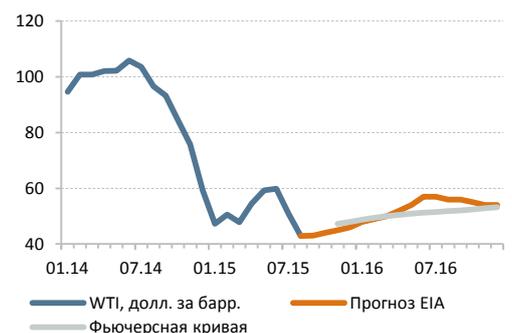
Источники: данные EIA; оценка: Велес Капитал

Нефть – прогноз роста потребления по регионам



Источники: данные EIA; оценка: Велес Капитал

Прогноз EIA цен на WTI



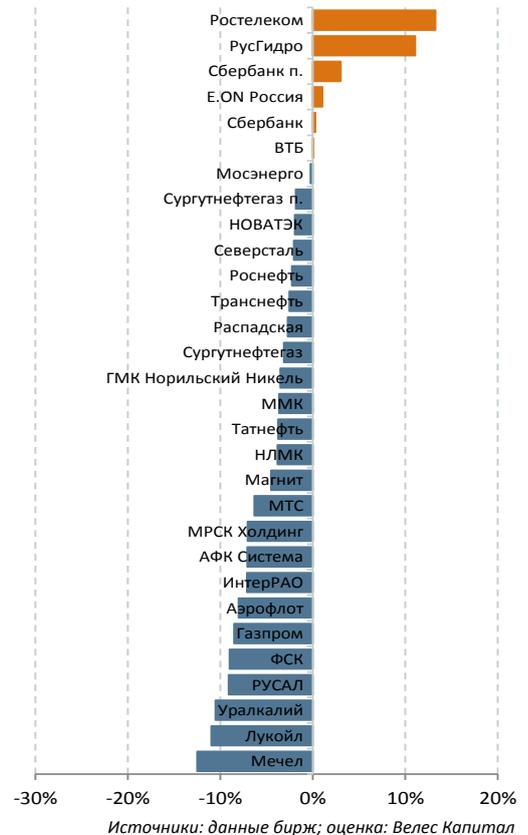
Источники: данные EIA; оценка: Велес Капитал



ожидаем уже в ближайшей перспективе выхода котировок Brent в диапазон 55-60 долл. за баррель.

■ **Фондовый рынок.** Российский фондовый рынок в сентябре оказался под давлением после того, как Министерство Финансов заявило о желании изъять в бюджет девальвационные доходы экспортеров. Первоначальные предложения Минфина, предлагающие корректировку формулы расчета НДС на нефть, привели к обвалу в нефтяных бумагах, далее паника распространилась и на прочих экспортеров на слухах о том, что рост налоговой нагрузки может затронуть и металлургические компании. Против повышения НДС выступили не только нефтяники (заявившие о неизбежности и резкого снижения инвестиций в случае роста НДС), но и Минэнерго, Минэкономразвития и Минприроды. В результате Минфин предложил существенно более щадящий вариант увеличения бюджетных доходов, который вероятно и будет в итоге принят в октябре. Предполагается, что 197 млрд руб. поступит от отсрочки на год снижения экспортной пошлины на нефть, еще 100 млрд руб. Минфин планирует получить за счет повышения НДС для Газпрома. Предлагается не снижать в 2016 г. коэффициент в 42% в формуле экспортной пошлины на нефть до 36%, при этом на 2017 г. Минфин планирует снизить коэффициент сразу до 30%, как и предполагается налоговым маневром. Газпром сможет частично компенсировать рост НДС за счет роста тарифов – при росте тарифов на 5% дополнительная выручка Газпрома составит 26 млрд руб., что компенсирует на четверть негативный эффект от роста НДС. Итоговая ставка НДС на газ для независимых производителей и Газпром нефти не изменяется, а для Газпрома увеличивается на 36,7%. Наибольший негативный эффект заморозка снижения экспортной пошлины будет иметь для Сургутнефтегаза и Роснефти. В наилучшем положении окажутся ЛУКОЙЛ, Башнефть и Газпром нефть. При этом **благодаря временному характеру данной меры, заморозка экспортной пошлины лишь на один год не оказывает разрушительного воздействия на справедливую оценку компаний сектора и не приведет к заметному сокращению инвестиций** (впрочем, сохраняется риск того, что правительство может снова прибегнуть к данной мере в следующем году в случае сохранения проблем с наполнением бюджета). **Мы считаем, что на этом фоне нефтяные бумаги снова становятся привлекательными, нашим фаворитом в секторе является ЛУКОЙЛ**, более других пострадавший от распродаж. При этом уже в ноябре ожидается решение Совета Директоров по промежуточным дивидендам, которые, как недавно заявил В. Аликперов, будут не

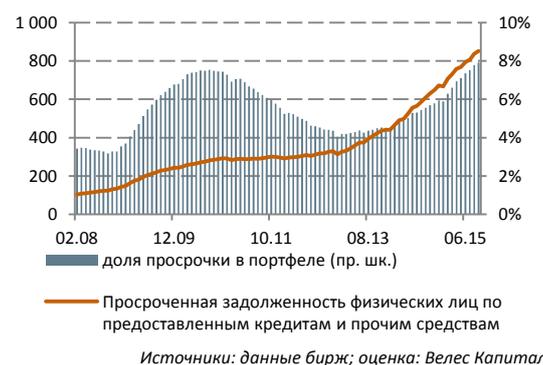
Лидеры и аутсайдеры российского рынка за последний месяц



Динамика кредитов и прочих средств, предоставленных физ. лицам, млрд руб.



Динамика просроченной задолженности, млрд руб.





меньше прошлогодних (60 руб. на акцию в 2014 г., текущий консенсус предполагает рост промежуточных дивидендов до 70 руб.).

На фоне ожидаемого нами продолжения роста котировок нефти и укрепления рубля мы рекомендуем пока воздержаться от покупки бумаг не-нефтяных экспортеров и обратить внимание на акции компаний, ориентированных на внутренний спрос. Наши фавориты – Сбербанк (рост нефти и укрепление рубля возвращает на повестку дня вопрос дальнейшего снижения ставок ЦБ) и Мегафон – ожидается, что до конца года компания выплатит промежуточные дивиденды, которые могут составить до 64,5 руб. на акцию (порядка 8,4% к текущим котировкам). Решение Совета Директоров по дивидендам, способного стать сильным драйвером роста для котировок акций Мегафона, можно ожидать в октябре-ноябре.

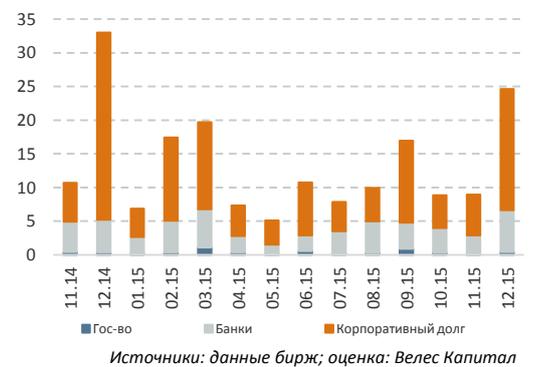
Денежный рынок. На денежном рынке почти всю первую половину сентября индикативная межбанковская ставка MosPrime о/п находилась на уровне ниже ключевой ставки ЦБ, свидетельствуя об отсутствии дефицита рублевой ликвидности. Такая ситуация наблюдалась уже второй месяц подряд: в первой «неналоговой» половине августа ставка MosPrime о/п также обосновалась ниже ключевой ставки ЦБ. Напомним, что ранее, если межбанковские ставки и опускались ниже ставки Банка России, то происходило это лишь на 1-2 дня в самом начале месяца с притоком бюджетной ликвидности. Таким образом, август и сентябрь продемонстрировали уже сложившуюся тенденцию в виде избытка рублевой ликвидности в банковской системе. Однако эту же тенденцию заметил и ЦБ, приступив к урезанию лимитов на аукционах прямого РЕПО. В частности, ЦБ сокращал лимит до отметки ниже 1 трлн руб., что стало минимальным уровнем для семидневного аукциона с февраля 2013 года.

Аналогичным образом регулятор действовал и сразу после окончания налогового периода. Не успели банки уплатить последнюю порцию налоговых платежей, как ЦБ урезал лимит по аукционному РЕПО более чем на 0,5 трлн руб. до 910 млрд руб. Таким образом, именно лимитная политика Банка России на сегодняшний день не позволяет банкам «расслабиться», ощутив в полной мере избыток рублевой ликвидности. В частности, совокупные остатки банков на корсчетах и депозитах в ЦБ в среднем не опускаются ниже уровня в 1,5 трлн руб., а в течение налогового периода даже поднимались выше 2 трлн руб. Столько же остатков ликвидности можно было наблюдать на счетах банков в декабре 2014 года, когда ЦБ был вынужден закачивать в систему рекордные

Динамика доходности UST



График погашения внешнего долга



Динамика бивалютной корзины и нефти



Индекс ММВБ облигации





объемы средств на фоне кризиса ликвидности. Сегодняшние существенные объемы ликвидности на счетах банков в ЦБ сопровождаются рекордно низким объемом задолженности перед регулятором.

- Напомним, что октябрь завершится очередным заседанием Банка России по процентным ставкам. Исходя из последней риторики регулятора и комментариев его главы, мы считаем, что в текущих непростых экономических условиях риски повышения ключевой ставки даже в случае дальнейшего ускорения темпов инфляции практически отсутствуют. Ослабление рубля рассматривается Банком России исключительно как инфляционный риск, при этом никаких рисков финансовой стабильности из-за августовской девальвации ЦБ не увидел. В свою очередь, в сентябрьском пресс-релизе к заседанию регулятор дал недвусмысленно понять, что возможность дальнейшего смягчения процентной политики жестко ограничена внешней конъюнктурой (динамикой цен на энергоносители). Иными словами, с ростом стоимости нефти выше 50 долл. за бочку Brent и снижением нервозности относительно глобальной экономики, у ЦБ остается все меньше поводов не снижать ставку. Поэтому, учитывая большое желание регулятора оказывать поддержку российской экономике, снижение долгосрочных инфляционных рисков и стабилизацию ситуации на глобальных площадках, новые действия ЦБ по смягчению монетарной политики видятся нам вполне реальными в перспективе до конца года.

- Валютный рынок.** Выход котировок Brent вверх из узкого диапазона в 47-50 долл. за баррель, сложившегося в сентябре открыл возможность для дальнейшего укрепления рубля. **В случае реализации ожидаемого нами сценария выхода нефти в диапазон 55-60 долл. за баррель вероятно дальнейшее укрепление рубля вплоть до 55-58 руб. за доллар.** Несмотря на некоторую неопределенность в отношении процентной ставки ФРС вероятность ее повышения на ближайшем заседании в октябре, на наш взгляд, сведена к минимуму, что позволит рублю беспрепятственно укрепляться на растущей нефти.

- Если по итогам заседания ФРС в октябре среди инвесторов сформируется уверенность в том, что процесс повышения ставки откладывается на более длительный срок, доллар на какое-то время станет более уязвимым, и диапазон торгов по нему в паре с рублем может сместиться еще ниже обозначенного нами целевого диапазона.

- Долговой рынок.** Сентябрь, в особенности его вторая половина, для долгового рынка оказался на

Объемы интервенций ЦБ



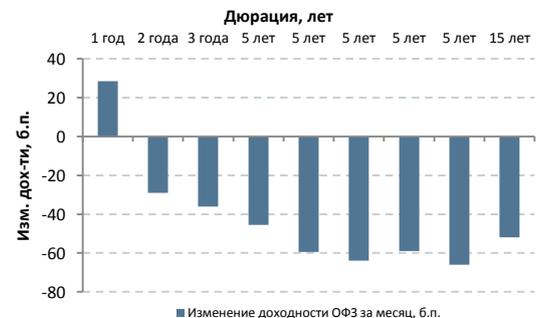
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ликвидность



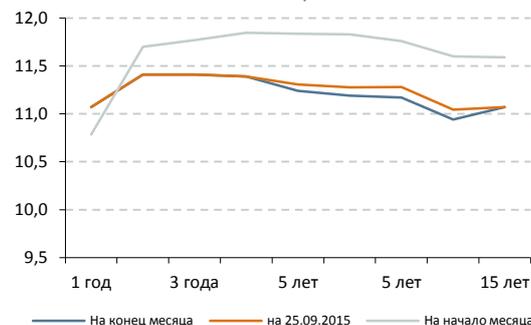
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение доходности ОФЗ за месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Изменение кривой ОФЗ за последний месяц



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



удивление благоприятным. Вопреки уходу котировок нефти в диапазон 47-50 долл. за баррель Brent, нейтральной динамикой рубля и началу военной операции в Сирии Россией в последние дни сентября рублевые займы демонстрировали уверенный рост. К концу месяца кривая ОФЗ приблизилась к уровню в 11%, где в последний раз находилась в июне-июле. Вполне вероятно, такая динамика связана с ростом ожиданий, что ЦБ в ближайшее время возобновит смягчение политики для поддержки экономики.

- ✍ В корпоративном сегменте, пожалуй, самым заметным событием стал провал соглашения о передаче Трансаэро Аэрофлоту. Планировавшаяся сначала продажа за 1 руб. привела сперва к росту котировок бондов компании почти до 100% от номинала, однако, с появлением сообщений о срыве соглашения, ушла на справедливые 10-20%. Текущий уровень отражает небольшие шансы на сохранение или реформирование компании с последующей реструктуризацией задолженности, в том числе и облигаций.
- ✍ Новых размещений в сентябре было немного и вряд ли в течение ближайшего месяца будет наблюдаться рост интереса со стороны эмитентов. Стоимость заимствования по-прежнему остается высокой, как и барьер для выхода на рынок. Поэтому эмитенты предпочитают если и выходить на рынок в текущих условиях, то выставлять короткую оферту. Что же касается котировок, то они в октябре могут столкнуться с сопротивлением. Доходность ОФЗ вновь приблизилась к 10%, движение ниже которых сдерживается политикой ЦБ и отсутствием позитивных сигналов для российского рынка. Поэтому мы полагаем, что с уверенным пробитием котировок нефти отметки в 50 долл. за бочку Brent, инвесторы в рублевые займы будут ждать сигнала от ЦБ и в случае новых шагов по смягчению политики, не исключаем снижения кривой ниже 10% до конца года.

Анна Соболева, Василий Танурков
Юрий Кравченко, Александр Костюков
Иван Манаенко
bonds@veles-capital.ru



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 2015 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

Павел Алтухов
Заместитель начальника управления операций на
рынке акций
PAltukhov@veles-capital.ru

Роман Назаров
Начальник отдела брокерских операций на рынке
акций
RNazarov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Сейлз-трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Александр Цветков
Сейлз-трейдер
ATsvetkov@veles-capital.ru

Артем Московский
Сейлз-трейдер
AMoskovsky@veles-capital.ru

Михаил Кантолинский
Сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и Удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика
AKostyukov@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

Cyprus, Nicosia
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64
www.veles-int.com