

Газпром нефть

Цель SIBN: 395 руб. (+26%) «ПОКУПАТЬ»

Возобновление покрытия

Аналитик: Сидоров Александр
Эл. почта: ASidorov@veles-capital.ru

Газпром нефть является одной из самых динамично развивающихся компаний в российском нефтегазовом секторе. Группа выделяется высоким темпом роста добычи, сильными финансовыми показателями благодаря налоговым льготам и развитой нефтепереработке, а также умеренно привлекательной дивидендной доходностью акций. Мы считаем, что компанию ждут светлые перспективы и присваиваем ее акциям рекомендацию «Покупать».

Текущее положение

- Выдающиеся финансовые результаты в 2017 г.** EBITDA Газпром нефти без учета зависимых компаний выросла на 20% до 445 млрд руб. – это максимально высокий темп среди российских ВИНК. Чистая прибыль достигла 253 млрд руб., что является историческим рекордом.
- Компания вышла на третье место по добыче нефти в России.** Добыча нефти Газпром нефти в 2017 г. выросла на 4% за счет новых месторождений в условиях соглашения ОПЕК+ и санкций западных стран. Это позволило компании обогнать Сургутнефтегаз, операционные показатели которого стагнируют долгие годы, и выйти на третье место по добыче нефти в России.
- Высокий размер налоговых льгот.** Новые месторождения Газпром нефти разрабатываются в сложных условиях Крайнего Севера, в результате чего пользуются налоговыми льготами по экспортной пошлине, НДС и транспортному налогу. В предыдущие годы этот фактор выступал главным драйвером роста доходов и капитализации компании.
- Развитая нефтепереработка.** На продажу нефтепродуктов приходится 2/3 выручки Газпром нефти, при этом на их реализацию на внутреннем рынке приходится половина выручки всей группы. Такой акцент позволяет компании получать более высокие доходы за счет продукции с высокой добавленной стоимостью, а упор на внутренний рынок делает ее защищенной от колебаний на мировом рынке нефти, так как внутренние цены на нефтепродукты слабо коррелируют с мировыми



Источник: данные биржи; оценка Велес Капитал

Информация об акциях компании

Тикер на МосБирже	SIBN
Текущая цена, руб.	314
Мин/макс цена, 12м	181 / 315
Справедливая цена, руб.	395
Потенциал	26%
Рекомендация	Покупать

Финансовые показатели

млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Выручка	2 004	2 204	2 245	2 384
EBITDA	445	483	509	538
Рентабельность EBITDA	22%	22%	23%	23%
Чистая прибыль	253	273	282	289
Чистая рентабельность	13%	12%	13%	12%
EPS, руб.	54	58	60	61

Мультипликаторы

	2017	2018	2019	2020
EV/S	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/EBITDA	4,4	4,1	3,9	3,7
P/E	5,5	5,1	4,9	4,8

Источник: данные компании; оценка Велес Капитал



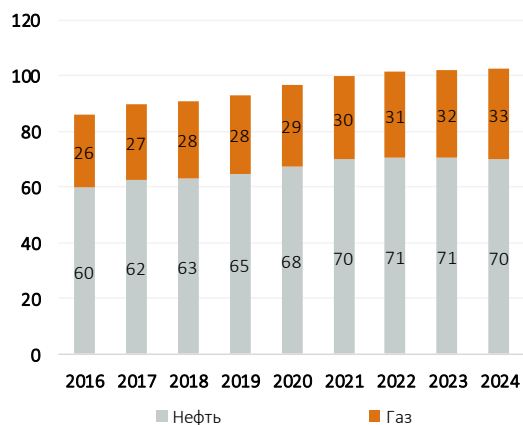
ценами на нефть и имеют тенденцию к постоянному росту.

- **Приемлемый уровень долговой нагрузки.** Газпром нефть является финансово устойчивой компанией. Чистый долг на конец 2017 г. составил 584 млрд руб., соотношение «Чистый долг/ЕБИТДА» снизилось за 12 месяцев с 1,7 до 1,3.
- **Высокие капитальные затраты.** Газпром нефть проходит пиковый инвестиционный период, в результате чего годовой CapEx компании последние годы почти достиг 400 млрд руб., а так как новые месторождения еще не находились в стадии промышленной эксплуатации, свободный денежный поток группы был отрицательным. Лишь в 2017 г. он вышел в положительную зону, составив 65 млрд руб.
- **Влияние санкций оказалось переоцененным.** Многие годы инвестиционный профиль Газпром нефти был менее привлекателен из-за риска влияния санкций на разработку новых месторождений, от которых зависел рост компании и которые из-за своей сложности зависели от зарубежных технологий. Время показало, что риски были преувеличены: проекты запущены в срок и развиваются стремительными темпами. Более того, компания рассматривает возможность увеличения пикового объема добычи на этих активах.
- **Низкая ликвидность.** Free-float акций Газпром нефти составляет всего 4,3% от числа акций в обращении, в результате чего они низко чувствительны к рыночным колебаниям: акции компании торгуются с бетой на уровне 0,7.
- **Стабильная дивидендная история.** Последние 6 лет норма дивидендных выплат Газпром нефти составляла 25% чистой прибыли по МСФО (исключение – 2015 г., 28%). Исходя из текущих котировок, доходность акций находится на уровне 4,5% и соответствует среднеотраслевым показателям.

Прогнозы

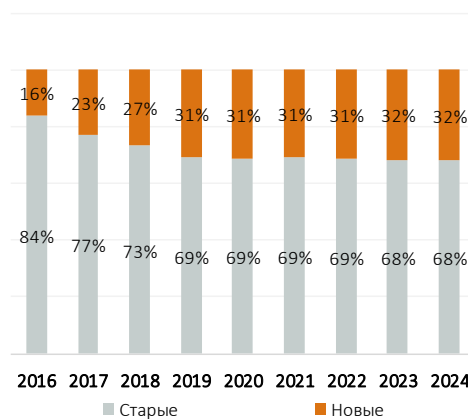
- Газпром нефть планирует достичь объема добычи углеводородов в размере 100 млн тонн нефтяного эквивалента в среднесрочной перспективе, при этом компания сохраняет прогноз, учитывая ограничения соглашения ОПЕК+. Около 70% от заявленного объема будет приходиться на нефть. Основные дайверы роста добычи - новые месторождения: Новопортовское, Приразломное и Восточно-Мессояхское, которые к 2021 г. выйдут на пик добычи. В ближайшие годы темп роста добычи снизится, так как значительная часть проектов реализована, а также из-за соглашения ОПЕК+. В 2018 г. мы ожидаем роста добычи углеводородов на 1% до 91,0 т.н.э.

Объем добычи нефти, млн т.н.э.



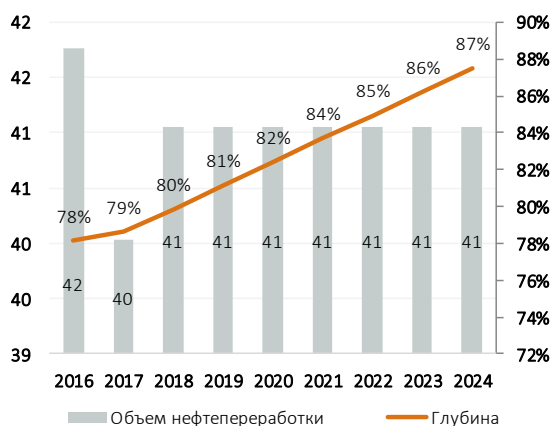
Источник: данные компании; оценка Velес Канумал

Доля новых и старых месторождений



Источник: данные компании; оценка Velес Канумал

Объем нефтепереработки, млн т



Источник: данные компании; оценка Velес Канумал



Компания обладает крупным портфелем проектов, которые находятся на стадии геологоразведочных работ, и которые будут введены в промышленную эксплуатацию для поддержания полки добычи при цене нефти выше 50 долл. за баррель после 2020 г. при прочих равных. Эти активы смогут компенсировать снижение на старых месторождениях и удержать добычу углеводородов выше 100 млн т.н.э. в год. Потенциал добычи этих активов – 17 млн т.н.э. в год.

Новопортовское, Приразломное и Восточно-Мессояхское месторождения были основными драйверами роста капитализации Газпром нефти не только за счет обеспечения роста операционных показателей, но и благодаря крупным налоговым льготам, в результате которых экспортная пошлина и НДС, применяемые к этим активам, были близки к нулю и обеспечили львиную часть роста доходов группы. Льготы на этих месторождениях рассчитаны так, чтобы обеспечить доходность IRR проектов на уровне 16,3%. По мере достижения месторождением накопленной добычи (15 млн т - для Новопортовского, по 25 млн т – для Приразломного и Восточно-Мессояхского) льгота подлежит отмене. Новопортовское месторождение достигнет этой планки в текущем году, последние два актива – еще не скоро. Однако при дальнейшем определении налоговых льгот начинает работать другой фактор – 5% выработанность запасов, который служит обоснованием для продления. В результате этого в ближайшие годы экономика этих активов не будет уступать предыдущим.

В условиях ограничений сделки ОПЕК+ в текущем году Газпром нефть не сможет реализовать весь потенциал роста добычи, который мы ожидаем на уровне 1%. Однако она может максимально увеличить добычу на новых месторождениях и сократить на старых. В частности, в 2017 г. добыча на основных старых активах компании, Ноябрьскнефтегазе и Газпромнефть-Хантосе, снизилась на 6% или 1,7 млн т, тогда как добыча на новых выросла в 2 раза или на 4,7 млн т. Мы ожидаем роста доходов группы за счет увеличения доли активов с льготами в общей добыче.

В 2017 г. Газпром нефть начала реализовывать программу модернизации НПЗ с целью снизить выпуск мазута, экспортная пошлина на который достигла в прошлом году 100% от пошлины на нефть, сделав тем самым продукт нерентабельным. По нашим оценкам, на мазут приходилось 20% от объема производства Газпром нефти, что предоставляет большой потенциал для усиления downstream сегмента. По оценке компании, эффект на EBITDA по завершению модернизации составит 100 млрд руб. в год. Сама программа рассчитана до 2023-2025 гг. и обойдется в 400 млрд руб.

Проекты на стадии геологоразведки

Актив	Добыча, млн т
Газовский	1,0
Северо-Самбургский	1,0
ОГМ	2,0
Уранский	0,3
Аяшский	6,0
Толедо	3,0
Южный хаб	2,0
Западно-Зимний	2,0
Итого	17,3

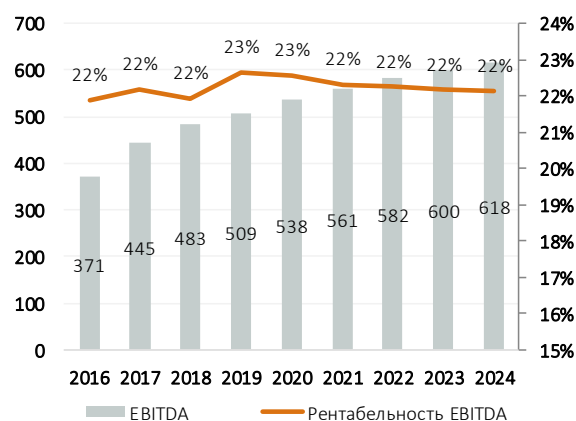
Кто платил больше всех налогов* в 2017 г.

Компания	Добыча, млн т.н.э.	Налоги, млрд руб.	Налоги / Добыча, тыс руб. / т
Башнефть	21,1	241	11,4
Татнефть	28,9	286	9,9
Лукойл	113,0	1 068	9,5
Роснефть	284,7	2 577	9,1
Сургутнефтегаз, 1П 2017	34,8	308	8,8
Газпром нефть	89,8	638	7,1

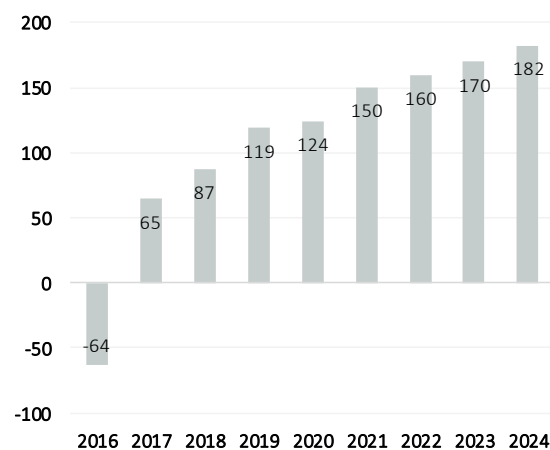
Источник: данные компаний; оценка Velес Капитал

* Включают все виды налогов за исключением налога на прибыль. 95% из них приходится на НДС, экспортные пошлины и акцизы.

Динамика EBITDA без учета зависимых (млрд руб.)



Свободный денежный поток, млрд руб.



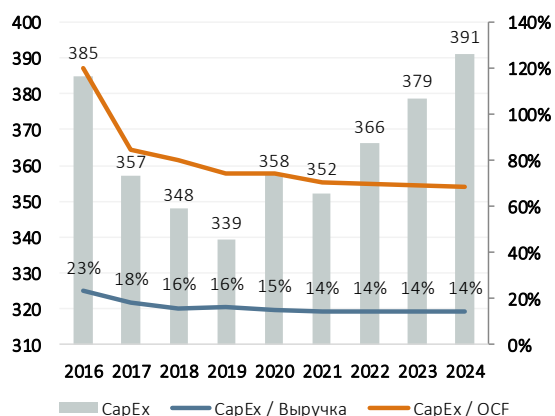


Размер капитальных затрат является ключевым показателем инвестиционного профиля Газпром нефти. Мы ожидаем, что в ближайшие 5 лет капитальные затраты в сегменте upstream снизятся на 50-100 млрд руб., так как не будут содержать затраты на обустройство новых месторождений и будут составлять сумму, необходимую для поддержания добычи. При этом CapEx в сегменте downstream вырастет на ту же величину в рамках программы модернизации НПЗ. После 2021 г. снова начнется рост в сегменте upstream. В результате капитальные затраты в среднесрочной перспективе останутся на текущем уровне – 370 млрд руб. в год. Таким образом, мы не ожидаем снижения инвестиций группы после выхода новых месторождений на проектную мощность.

Мы ожидаем роста финансовых показателей компании на всем горизонте прогнозирования в результате роста доли месторождений с налоговыми льготами и увеличения глубины нефтепереработки. После 2019 г. компания планирует сосредоточиться на эффективности производства, что выразится в снижении операционных затрат. При прогнозировании мы используем консервативный сценарий – сохранение/небольшой рост рентабельности EBITDA на уровне 22-23% до 2026 г.

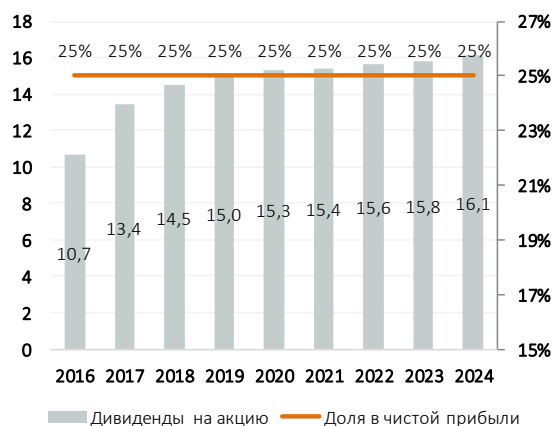
Мы полагаем, что изменение дивидендной политики в сторону роста дивидендов является реальным сценарием для Газпром нефти. На текущий момент, у компании одна из самых низких норм выплат в отрасли – 25% чистой прибыли по МСФО. В среднесрочной перспективе мы ожидаем стремительного роста свободного денежного потока, и увеличение дивидендных выплат после завершения крупных проектов является нормальной практикой среди компаний.

Капитальные затраты, млрд руб.



Источник: данные компании; оценка Velес Капитал

Дивиденды (руб. / акция) и их доля в чистой прибыли по МСФО



Источник: данные компании; оценка Velес Капитал



Финансовая модель Газпром нефти

Для оценки справедливой стоимости Газпром нефти мы применяем DCF-модель. Мы используем долгосрочную цену Brent в размере \$60 / баррель при среднем курсе рубля к доллару на уровне 58,3. Мы прогнозируем рост добычи нефти компании на 1% в текущем году и в среднем на 3% до 2021 г. до достижения целевого уровня добычи в 100 млн т.н.э. в год, после чего рост замедлится до 0,5% в год. Объем нефтепереработки в текущем году вырастет на 3% после масштабных ремонтных работ на МНПЗ и ОНПЗ в 2017 г. и останется на уровне 41,1 млн т на всем горизонте прогнозирования. CapEx будет находиться в среднем на уровне 370 млрд руб. в год, при этом свободный денежный поток будет расти за счет новых месторождений, увеличения глубины нефтепереработки в ходе программы модернизации НПЗ и мер по повышению эффективности производства. Мы используем стандартный долгосрочный темп роста на уровне 3%. WACC составляет 10,3%, что учитывает премию за низкую ликвидность в размере 2,2%, рассчитанную на основе разницы исторических доходностей акций компаний малой и большой капитализации.

Отчет о прибылях и убытках, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Выручка	2 004	2 204	2 245	2 384
Операционные расходы	1 555	1 791	1 836	1 957
ЕВИТДА	445	483	509	538
Амортизация и корректировки	141	166	185	205
ЕВИТ	303	331	341	347
Прочие доходы/расходы	23	33	35	37
Прибыль до налогообложения	325	364	376	385
Налог на прибыль	56	73	75	77
Доля миноритариев	16	18	18	19
Чистая прибыль	253	273	282	289

Баланс, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Внеоборотные активы	2 507	2 689	2 844	2 996
Основные средства и НМА	2 052	2 234	2 389	2 541
Прочие внеоборотные активы	455	455	455	455
Оборотные активы	423	385	364	376
Дебиторская задолженность	102	112	115	122
Денежные средства и эквиваленты	91	15	-14	-25
Прочие оборотные активы	230	257	263	279
Итого активы	2 930	3 074	3 207	3 372
Средства акционеров	1 659	1 864	2 076	2 293
Нераспределенная прибыль	1 432	1 637	1 849	2 066
Прочее	227	227	227	227
Долгосрочные обязательства	792	709	639	580
Кредиты и займы	549	466	396	337
Прочие обязательства	243	243	243	243
Краткосрочные обязательства	479	500	492	499
Краткосрочные займы	132	112	95	81
Прочие обязательства	348	388	397	418
Итого пассивы	2 930	3 074	3 207	3 372

Движение денежных средств, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
Основная деятельность	422	443	468	493
Чистая прибыль	253	273	282	289
Амортизация	141	166	185	205
Изменение оборотного капитала	108	4	1	(1)
Прочее	(80)	(1)	(0)	(0)
Инвестиционная деятельность	(313)	(348)	(339)	(358)
Приобретение ВА активов	(357)	(348)	(339)	(358)
Покупка/продажа НМА и фин. активов	0	0	0	0
Прочее	44	0	0	0
Финансовая деятельность	(51)	(170)	(157)	(146)
Изменение долга	11	(102)	(87)	(74)
Выплата дивидендов	(50)	(68)	(71)	(72)
Прочее	(11)	0	0	0
Изменение денежных средств	58	(76)	(29)	(11)

WACC, %	
Безрисковая ставка	4,2
Налоговая ставка	20,0
Стоимость СК	12,0
Beta leveraged	0,71
Стоимость долга (до налогов)	5,5
Доля СК	22
Доля долга	78
WACC	10,3

Свободный денежный поток, млрд руб.	2017	2018	2019	2020
ЕВИТ	303	331	341	347
Налог на прибыль	61	66	68	69
Изменение ОК	53	4	1	(1)
Кап. затраты	357	348	339	358
Амортизация ОС	141	166	185	205
Свободный денежный поток	79	87	119	124

Оценка стоимости акций по DCF, млрд руб.	
Рост в ПП период	3,0%
Сумма ДДП (+)	918
Дисконтированная терминальная стоимость (+)	1 378
Стоимость бизнеса компании	2 296
Стоимость чистого долга (-)	584
Доля миноритарных акционеров (-)	106
Доля в зависимых компаниях (+)	257
Стоимость акционерного капитала	1 863
Число обыкновенных акций, млн	4 718
Справедливая стоимость обыкновенных акций, RUB (12м)	395

Рыночные мультипликаторы, x	2017	2018	2019	2020
EV/Sales	1,0	0,9	0,9	0,8
EV/ЕВИТДА	4,4	4,1	3,9	3,7
EV/ЕВИТ	6,5	6,0	5,8	5,7
P/E	5,5	5,1	4,9	4,8
P/BV	0,8	0,7	0,7	0,6
FCF Yield	6%	6%	9%	9%
EPS (per share), RUB	54	58	60	61

Коэффициенты	2017	2018	2019	2020
Рентабельность по ЕВИТДА	22%	22%	23%	23%
Рентабельность по чистой прибыли	13%	12%	13%	12%
Кап. затраты / выручка	18%	16%	16%	15%
ROE	15%	15%	14%	13%
ROIC	11%	11%	11%	11%
Долг/ЕВИТДА, x	1,53	1,20	0,97	0,78
Чистый долг/ЕВИТДА, x	1,33	1,17	0,99	0,82
Долг/собственный капитал	0,41	0,31	0,24	0,18

Источник: оценка Velес Капитал

Анализ чувствительности целевой цены обыкновенной акции

WACC/TGR	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
8,0%	476	540	629	762	985
9,0%	402	446	506	589	714
10,3%	328	357	395	444	512
11,0%	298	322	353	392	445
12,0%	261	279	302	331	368

Источник: оценка Velес Капитал



Рыночные мультипликаторы

Компания	Страна	Стоимость бизнеса, млрд долл.	Рыночная капитализация, млрд долл.	EV/EBITDA		P/E	
				2017П	2018П	2017П	2018П
Газпром	РФ	109	59	3,8	4,0	3,8	4,1
Роснефть	РФ	125	59	6,0	5,6	18,2	9,6
Лукойл	РФ	63	57	3,2	4,3	7,7	7,1
Газпром нефть	РФ	37	24	4,1	4,1	5,3	4,7
Новатэк	РФ	42	39	11,0	10,4	14,0	11,5
Татнефть	РФ	27	25	5,4	7,9	10,5	10,5
Башнефть	РФ	9	7	2,8	3,4	6,5	3,0
Медиана				4,1	4,3	7,7	7,1

Развитые страны	Стоимость бизнеса, млрд долл.	Рыночная капитализация, млрд долл.	EV/EBITDA		P/E		
			2017П	2018П	2017П	2018П	
Exxon Mobil Corp	США	362	316	12,5	7,6	21,1	15,9
Chevron Corp	США	258	222	12,5	6,6	33,1	18,7
ConocoPhillips	США	75	63	16,7	6,2	n/a	20,9
BP PLC	Великобритания	210	116	7,6	5,2	38,2	14,5
Royal Dutch Shell PLC	Нидерланды	405	259	8,4	5,7	19,8	13,2
Total SA	Франция	172	153	5,8	4,4	17,4	12,4
ENI SpA	Италия	76	62	4,0	3,8	14,6	15,7
StatoilHydro ASA	Норвегия	90	80	3,7	3,5	n/a	15,7
Медиана				8,0	5,5	20,5	15,7

Развивающиеся страны	Стоимость бизнеса, млрд долл.	Рыночная капитализация, млрд долл.	EV/EBITDA		P/E		
			2017П	2018П	2017П	2018П	
Petroleo Brasileiro SA	Бразилия	174	84	5,2	6,2	41,0	31,1
PetroChina Co Ltd	Китай	272	255	6,4	6,4	33,0	34,5
China P&C	Китай	127	119	4,2	4,7	11,3	11,8
Ecopetrol SA	Колумбия	45	34	5,4	5,2	15,6	11,3
MOL	Венгрия	13	10	4,7	5,2	7,0	8,3
ONGC	Индия	40	36	6,7	4,9	11,3	9,6
Indian Oil Corp	Индия	39	30	7,2	6,9	9,4	9,6
Bharat Petroleum	Индия	21	16	9,2	9,5	10,4	11,0
SK Energy	Южная Корея	19	18	5,1	5,2	9,3	8,2
S-Oil Corp	Южная Корея	17	13	11,7	8,4	14,1	10,5
PTT PCL	Таиланд	64	51	5,6	6,3	12,0	12,5
Медиана				5,6	6,2	11,3	11,0

Источник: данные бирж



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 2018 г.

Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

ПОКУПАТЬ – соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

ДЕРЖАТЬ – соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

ПРОДАВАТЬ – соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев на 10% и более.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

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

Александр Цветков
Начальник управления фондовых операций
ATsvetkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Зам. начальника управления фондовых операций
PAltukhov@veles-capital.ru

Алексей Никогосов
Старший трейдер
ANikogosov@veles-capital.ru

Владимир Наумов
Трейдер
VNaumov@veles-capital.ru

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

Михаил Кантолинский
Старший сейлз-трейдер
Kantolinsky@veles-capital.ru

Владимир Мартыненко
Старший сейлз-трейдер
VMartynenko@veles-capital.ru

Артем Кокорев
Сейлз Трейдер
AKokorev@veles-capital.ru

Алексей Костиков
Сейлз Трейдер
AKostikov@veles-capital.ru

Начальник отдела привлечения клиентов
Александр Сорочкин
ASorochkin@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@veles-capital.ru

Ольга Николаева
Долговые рынки
ONikolaeva@veles-capital.ru

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

Александр Сидоров
Нефтегазовый сектор и металлургия
ASidorov@veles-capital.ru

Алексей Адонин
Электроэнергетика
AAdonin@veles-capital.ru

Артем Михайлин
Телекоммуникации и IT
AMykhailin@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