

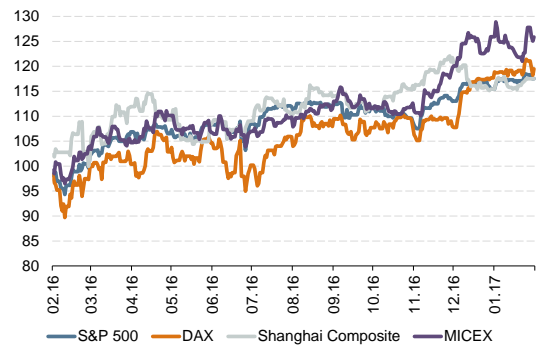
Макроэкономическая конъюнктура

Гора с плеч...

США

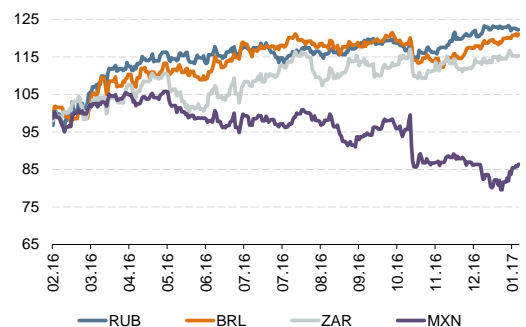
- Начало 2017 года совпало с эпохальным событием в истории США - инаугурацией 45-го президента Дональда Трампа. В своей приветственной речи новый глава государства частично подтвердил принципы, на которых базировалась его предвыборная кампания, а именно приверженность политике протекционизма. В тоже время не были затронуты темы фискального стимулирования и бюджетных расходов.
- Первые недели руководства Дональда Трампа в Белом Доме позволяют сделать вывод о решительности его намерений. Конечно, политика новой администрации все еще сохраняет в себе некоторую неопределенность. Но, если судить по первым указам и заявлениям действующего президента, то они в точности совпадают с предвыборными обещаниями. А это может указывать на то, что в скором времени Америку ждет значительный рост госдолга, а, следовательно, и инфляционного давления. Такой результат станет следствием грядущих налоговых и бюджетных реформ.
- При данных обстоятельствах ФРС в будущем будет вынуждена реагировать более резким повышением ставки, которое, как мы не исключаем, может случится уже в марте. Однако, как бы то ни было, маловероятно, что в 2017 г. мы увидим более трех подъемов базовой ставки. В противном случае пойдет расхождение и с планами главы Федрезерва, считающей важным именно постепенное ужесточение монетарной политики (т.е. плавное повышение ставки до 3% к 2018 г.), и угроза экономическому росту, являющемуся главным курсом деятельности Трампа (в предвыборной кампании была озвучена цель роста ВВП в 3,5%).
- Тем не менее, говорить обо всем этом в данный момент все еще преждевременно. Так, первое в текущем году заседание ФРС, закончившееся 1 февраля,

*Движение фондовых индексов
(01 февраля 2016 = 100)*



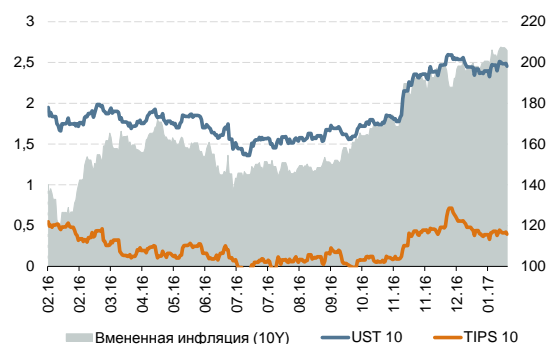
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

*Стоимость валют ЕМ к доллару
(01 февраля 2016 = 100)*



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Ожидания инфляции в США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

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 2017 г.



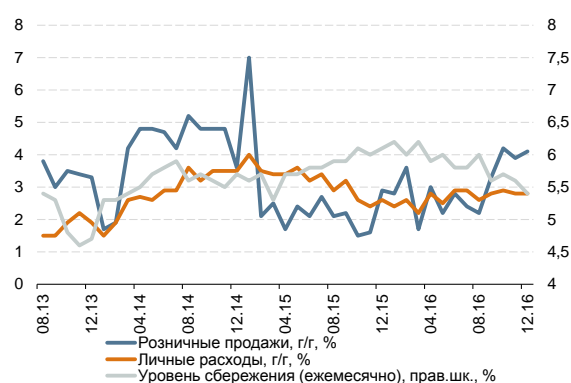
как и ожидалось, сюрпризов не преподнесло. Американский регулятор не решился на очередной шаг по ужесточению монетарной политики, по всей видимости оставив себе больше времени чтобы присмотреться к действиям Дональда Трампа и их влиянию на экономику страны.

Официальный пресс-релиз Федрезерва на этот раз носил крайне сдержанный тон, полностью лишенный конкретики относительно его дальнейших действий в текущем году. Хотя еще на заседании в конце прошлого года руководители ЦБ ожидали трех повышений процентной ставки в США до конца 2017 г. (вместо прогнозирувавшихся ранее двух подъемов). Теперь же ФРС только отмечает продолжающийся рост экономической активности умеренными темпами и укрепление рынка труда. Помимо всего FOMC продолжает внимательно отслеживать ситуацию с инфляцией, которая до сих пор отстает от целевых 2%.

Январская статистика по занятости неожиданно оказалась слабее ожиданий. Уровень безработицы вырос до 4,8% по сравнению с 4,7% в декабре, тем самым еще сильнее отойдя недавно достигнутых минимумов (4,6%) за последние 9 лет. Другие макроэкономические индикаторы также продолжают посылать противоречивые сигналы, что пока дает ФРС основания не спешить с дальнейшим повышением стоимости кредитования. Недавно опубликованная оценка ВВП США за 4 квартал 2016 г. указывает на рост экономики всего на 1,9% по сравнению с 3,5% в предыдущем квартале.

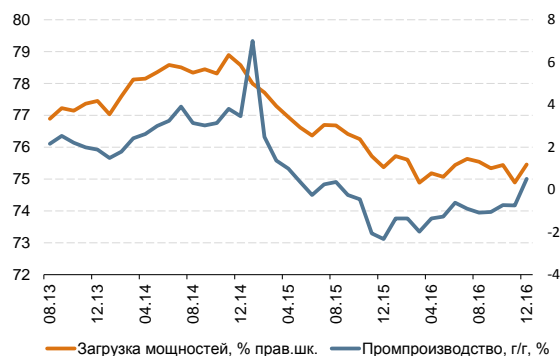
Гораздо более острым моментом является поиск подходящего времени для начала сокращения баланса ФРС, который за время реализации всех трех программ количественного смягчения достиг 4,5 трлн долл. По итогам последнего заседания FOMC политика реинвестирования поступлений от ценных бумаг пока сохранена без изменений. В тоже время уже все чаще слышатся призывы глав региональных ЦБ о необходимости начала сокращения запасов облигаций ФРС. Инициатива по прекращению реинвестирования доходов станет первым шагом на этом пути. Она же ознаменует важный момент в процессе сворачивания антикризисных мер. Нельзя исключить, что запуск этого процесса вызовет нервозность на глобальных рынках. В этом контексте чтобы избежать дестабилизации крайне важна длительная эмоциональная подготовка инвесторов. Поэтому появление заявлений подобного

Индикаторы потребительской активности



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Производство в США перешло в рост...



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Настроения домашних хозяйств в США



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

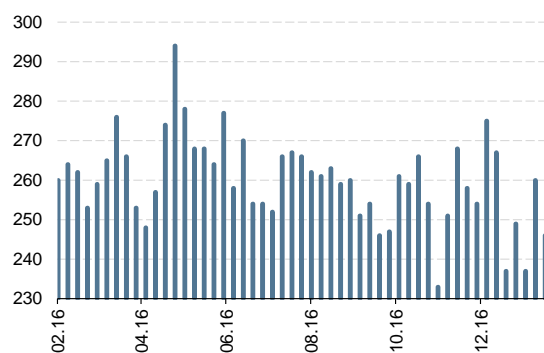


- содержания вполне можно расценивать как первый призыв к приготовлениям.
- Реакция рынков на текущие действия Дональда Трампа (отсутствие конкретики относительно возможных фискальных и бюджетных изменений), а впоследствии и на решение ФРС проявляется в ослаблении доллара, происходящем с начала января. Так, индекс DXY отступил от максимума с 2002г в 103пп, снизившись до 100 пп. Доходность американских казначейских обязательств также опускается после максимальных значений, зафиксированных накануне декабрьского заседания FOMC. В результате 10-летние государственные облигации с середины декабря потеряли почти 20 бп в доходности, которая составляет сейчас 2,4% годовых.

Европа

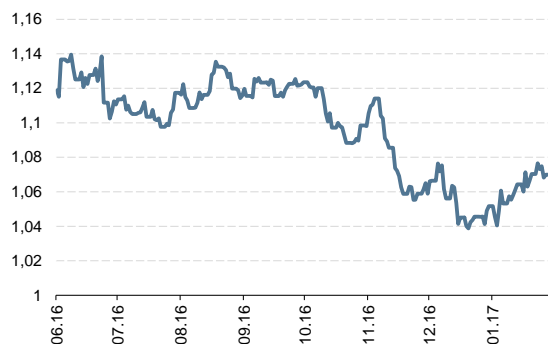
- Наиболее обсуждаемой темой в Еврозоне в текущем году останется выход Великобритании из ЕС.** В начале весны в британском парламенте закончится рассмотрение законопроекта по Brexit. Без этой процедуры Верховный суд отказался поддерживать инициативы кабинета министров во главе с Терезой Мэй по запуску процесса вывода. Ожидается, что мероприятия займут около двух лет и стартуют в конце марта.
- По итогам первого в этом году заседания ЕЦБ (19 января) монетарная политика была оставлена без изменений. Регулятор, как и ожидал рынок, не стал менять базовую процентную ставку по кредитам, оставив ее на нулевом уровне. Ставка по депозитам была сохранена на уровне минус 0,4%. Выкуп активов в рамках программы QE продолжится на сумму 80 млрд евро в месяц вплоть до марта 2017 года, а после сократится до 60 млрд евро/мес, и на новом уровне будет действовать до конца текущего года.
- Риторика Марио Драги в ходе пресс-конференции указывает на сохранение рисков не достижения целевых значений по инфляции в еврозоне, несмотря на то, что потребительские цены в декабре росли максимальными темпами с 2013 г. (на 1,1%). Таким образом ЕЦБ продолжает считать необходимой поддержку усиления инфляции за счет монетарных стимулов.
- Сигналы о сохраняющейся потребности в содействии экономики поступают и после публикаций различных макроэкономических индикаторов.** По итогам декабря

Первичные заявки на пособие по безработице в США, тыс.



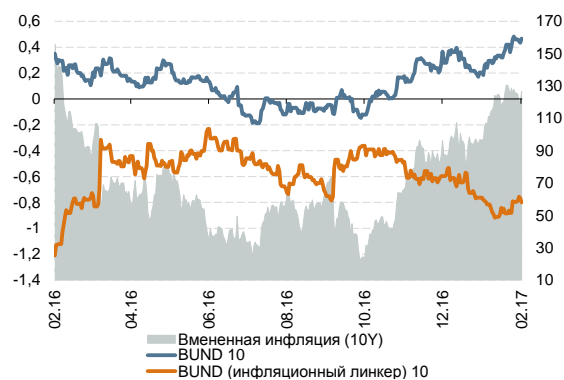
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика пары евро/доллар



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Инфляционные ожидания в Европе вернулись к росту



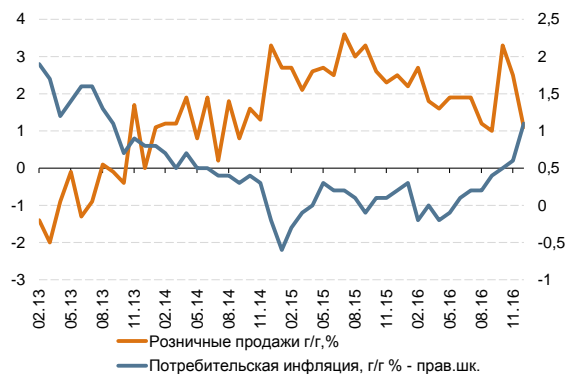
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



розничные продажи в еврозоне упали на 0,3% относительно предыдущего месяца. Объем промышленного производства в Германии за тот же период сократился на 3% (максимальные темпы падения с 2009 года). В тоже время экономика еврозоны в 2016 г. увеличилась на 1,7%. Тем самым по показателю роста ВВП в прошлом году ЕС обогнал США.

- Приверженность мягкой монетарной политике как рычага стимулирования экономики, повлекла за собой значительное ослабление евро к доллару. С момента запуска программы QE в 2014 году европейская валюта подешевела более чем на 6% относительно доллара США.
- Общий государственных долг еврозоны (всех 19 входящих в нее стран) по итогам 3 квартала 2016 г. снизился до минимума за последние 4 года. Его размер составил 90,1% ВВП по сравнению с 91,2% ВВП кварталом ранее. Главной причиной такой динамики стало погашение задолженности Греции перед МВФ.

Индикаторы потребительской активности в Европе



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Россия

- Главной январской новостью стало намерение Минфина проводить операции от лица Банка России по покупке/продаже иностранной валюты на открытом рынке. Ведомство сообщило на своем официальном сайте, что в случае появления дополнительных нефтегазовых доходов будет проводиться покупка иностранной валюты, если цены на нефть превысят заложенный уровень в бюджет 40 долл. за баррель. В случае снижения цен ниже порогового значения ведомство начнет продажу валюты. По сообщениям Минфина, отклонение нефтегазовых доходов федерального бюджета от месячной оценки в феврале 2017 г. прогнозируется в размере +113,1 млрд. руб. Средства в указанном объеме будут направлены на покупку иностранной валюты в период с 7 февраля по 6 марта 2017 г. Соответственно, ежедневный объем покупки валюты составит порядка 6,3 млрд руб.
- Исходя из прогнозов на ближайший месяц, российская валюта с фундаментальной точки зрения при нынешних ценах на нефть имеет ограниченный потенциал снижения к американскому доллару, поскольку в первом квартале профицит счета текущих операций обычно большой. На протяжении последующих шести месяцев приток валюты снизится существенно, вследствие чего может появиться негативный эффект от операций Минфина, если

Параметры федерального бюджета России на 2017-2019 гг.

	Трлн руб.			% ВВП		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Доходы:	13,43	13,98	14,82	15,5	15,2	15
нефтегазовые	5,02	5,13	5,37	5,8	5,5	5,4
ненефтегазовые	8,41	8,85	9,45	9,6	9,6	9,6
Расходы	16,18	15,97	15,96	18,6	17,3	16,1
Дефицит(-)/профицит(+)	-2,75	-1,99	-1,14	-3,0	-2,2	-1,2

Источники:
данные к проекту федерального закона
«О федеральном бюджете на 2017 г.
и на плановый период 2018-2019 гг.»;
оценка: Велес Капитал

Базовый прогноз ключевых показателей России на 2017-2019 гг.

	2017	2018	2019
ВВП, трлн руб.	86,8	92,2	98,8
Средняя цена нефти марки Urals, долл./барр.	40,0	40,0	40,0
Средняя стоимость рубля к доллару	67,5	68,7	71,1

Источники:
данные к проекту федерального закона
«О федеральном бюджете на 2017 г.
и на плановый период 2018-2019 гг.»;
оценка: Велес Капитал



второстепенные внешние факторы не поддержат спрос на рублевые активы.

Минфин опубликовал предварительные данные по исполнению федерального бюджета по итогам 2016 г.

Совокупные доходы за январь-декабрь сократились на 1,43% в годовом выражении (здесь и далее г/г, если иное не указано). Отрицательную динамику обеспечили поступления со стороны нефтегазовых статей, сократившиеся на 17,6% вследствие падения среднегодовой рублевой цены на нефть с 3150 до 2780 руб. Нивелировать ситуацию помог существенный рост ненефтегазовых доходов на 10,7% благодаря частичному выполнению программы по приватизации государственных активов и дополнительному объему налоговых поступлений по сравнению с 2015 г. Бюджетные расходы, напротив, показали рост на 5,3% главным образом за счет увеличения затрат на национальную оборону (+18%) и обслуживание государственного и муниципального долга (+20%). Дефицит бюджета сложился на уровне 2,93 трлн руб., который был профинансирован средствами из резервного фонда на 2,1 трлн руб., продажей государственной собственности на 406 млрд руб. и чистым привлечением средств на рынке федерального долга в размере 492 млрд руб.

До конца года мы ожидаем, что Минфин будет придерживаться жестких правил бюджетных расходов, чтобы не тратить дополнительные средства из резервного фонда. В целом, ведомство уже подтверждает такой подход, поскольку дополнительные нефтегазовые доходы не станут стимулом для расширения статей издержек, о чем беспокоилось экономическое сообщество в стране. Ключевой риск заключался в том, что более мягкая фискальная политика в отношении расходов может стать препятствующим фактором для достижения Банка России потребительской инфляции до уровня 4% годовых.

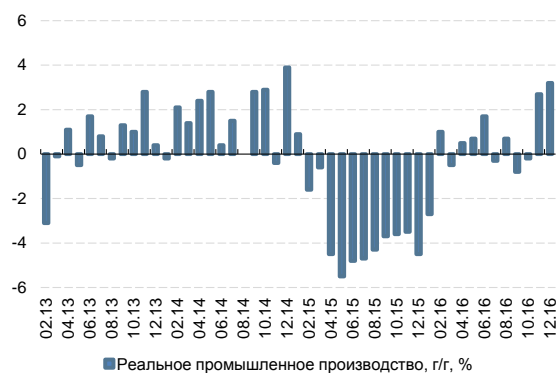
В качестве основных источников финансирования бюджетного дефицита (помимо суверенных фондов) в предстоящем году предполагается использовать средства от чистого размещения облигаций федерального займа в размере практически 1 трлн руб. и приватизаций в размере 138 млрд руб. Вместе с тем напомним, что дефицит бюджета через три года будет покрываться на 90% за счет долгового финансирования (рублевого и валютного) по причине исчерпания

Чистый ввоз (-) / вывоз (+) капитала



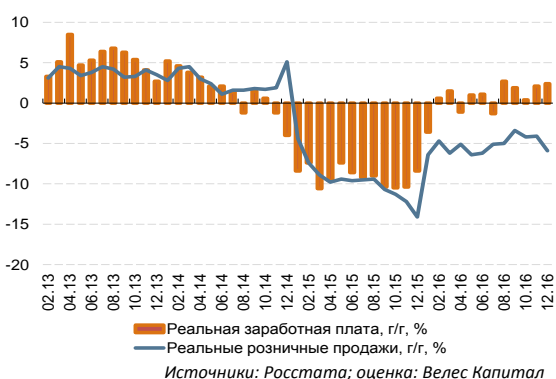
Источники: Банк России; оценка: Велес Капитал

Динамика промышленного производства



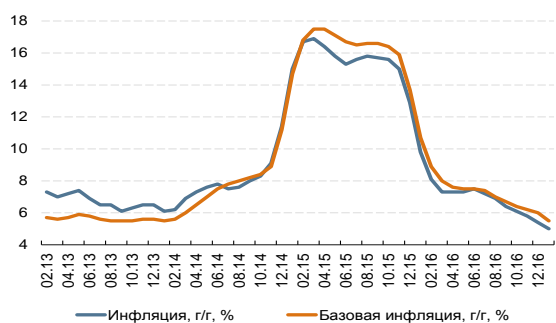
Источники: Росстат; оценка: Велес Капитал

Индикаторы потребительской активности



Источники: Росстат; оценка: Велес Капитал

Потребительская инфляция в России



Источники: Росстат; оценка: Велес Капитал



резервного фонда к концу 2017 г. и снижения объема средств в ФНБ к концу 2019 г.

✎ **Банк России опубликовал предварительные данные платежного баланса за 4К16.** Сальдо счета текущих операций составило 7,8 млрд долл., сократившись на 46% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года (здесь и далее г/г, если иное не указано) вследствие значительного падения профицита торгового баланса на 17% до 25 млрд долл. при одновременном восстановлении импорта (+8%). Напомним, что в 3К16 также зафиксирован приток внешней товарной продукции (+4,7%) против оттока на протяжении первых двух кварталов прошлого года. Восстановившийся рост импорта объясняется, по нашему мнению, относительной устойчивостью российской валюты после макроэкономических шоков и некоторым улучшением ситуации в экономике. Дополнительное давление на текущий счет оказали данные по балансу инвестиционных доходов, дефицит которых расширился до -8,3 млрд долл. по сравнению с -6,2 млрд долл. аналогичного периода прошлого года по причине увеличения дивидендных и купонных выплат нерезидентам.

✎ Сжатие текущего счета сопровождалось одновременным сокращением оттока капитала частным сектором с 9,4 до 6,4 млрд долл. Основное влияние пришлось со стороны погашения внешних обязательств банков перед нерезидентами (-7,5 млрд долл.), хотя годом ранее этот объем был несколько выше (-9,4 млн долл.). Компании, напротив, нарастили задолженность на 18,5 млрд долл. Некоторым отрицательным моментом для нас стало увеличение банковских внешних активов (+0,6 млрд долл.) против их сокращения на протяжении семи кварталов, поскольку ранее данная статья существенно нивелировала отток средств частным сектором.

Нефть

✎ В январе стоимость нефти смогла стабилизироваться на уровне выше 55 долл. за баррель благодаря постепенному сокращению добычи странами-экспортерами.

✎ Согласно вышедшему отчету ОПЕК за декабрь, производство картеля сократилось на 221 тыс. барр. до 33,08 млн. барр. в сутки. Из всех стран ОПЕК свою добычу преимущественно снизили только Саудовская Аравия на 149,3 тыс. барр., Нигерия - на 113,5 тыс. барр.



и Венесуэла - на 45 тыс. баррелей. Стоит отметить, что Нигерия освобождена от обязательного сокращения производства нефти, как и Ливия, поэтому может продолжить наращивать добычу в 2017 году.

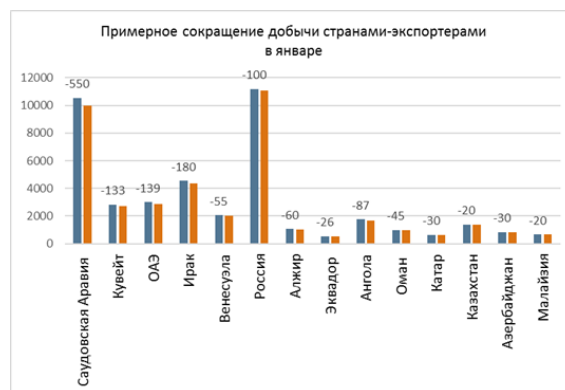
- Мониторинг по сокращению добычи стран-экспортеров подтвердил ее снижение в январе на 1,5 млн барр. в сутки, что составляет более 80% от цели в 1,8 млн барр. Главным образом в снижении добычи участвовала Саудовская Аравия, ее доля в общем сокращении составила более 30% или порядка 550 тыс. барр. в сутки. Кроме лидера ОПЕК наибольшее снижение добычи было зафиксировано в Ираке, примерно на 180 тыс. барр., ОАЭ - на 139 тыс. барр. и в Кувейте - на 133 тыс. барр. в сутки.

По словам министра нефти Саудовской Аравии, спрос и предложение нефти могут сравняться уже через полгода после введения мер, но мировые запасы в странах ОЭСР остаются выше средних значений за пять лет на 271 млн барр., что сдерживает нефтяные котировки.

В целом, Саудовская Аравия пытается оказать давление на другие страны-экспортеры для скорейшего снижения объемов добычи нефти, ведь данные последнего отчета свидетельствуют о том, что остальные члены ОПЕК пока не спешат исполнять принятые на себя квоты.

- Согласно январскому отчету МЭА, мировой спрос на нефть в 2017 году вырастет только на 1,3 млн барр. в сутки из-за роста цен на сырье. Предложение нефти странами, не входящими в ОПЕК, вырастет на 385 тыс. барр., во многом за счет восстановления добычи в США на 320 тыс. барр. в сутки.
- Отметим, что хотя в перспективе нескольких месяцев рост производства американской сланцевой нефти не способен перебить эффект от соглашения ОПЭК+, оставаясь лишь поводом для спекуляций, темпы восстановления добычи впечатляют: к началу февраля непрерывный 10-ти недельный рост количества буровых установок довел их общее число до 583 штук. Однако если судить по соотношению добычи и количества месторождений в разработке, бурение возобновляется лишь на самых дебетовых скважинах. Если же судить по предыдущим годам, потенциал для продолжения разработки новых и старых месторождений весьма высок и впоследствии может принять взрывной характер. Причем, объективная информация по сути есть только по США, однако по ряду обрывочных сообщений можно предположить, что и в других странах, в том

Выполнение соглашения ОПЭК+



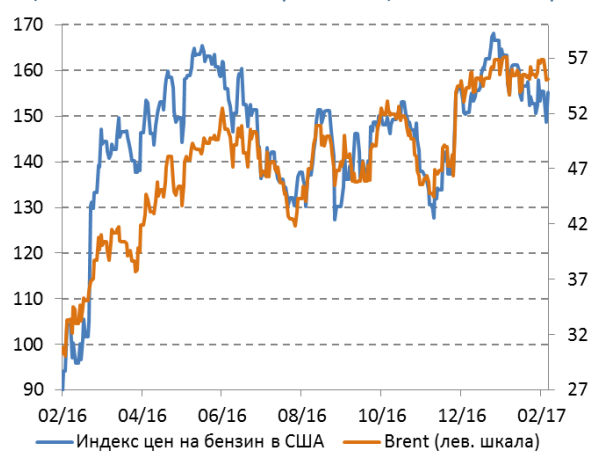
Источники: ОПЭК; оценка: Велес Капитал

Динамика бурения и добычи нефти в США



Источники: Baker Hughes; IEA оценка: Велес Капитал

Цена бензина как опережающий индикатор



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



числе Китае, идут схожие процессы.

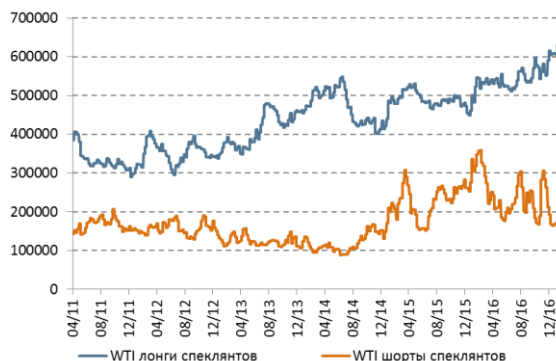
Наращивание буровой активности отчасти также связано и с ожиданием поддержки нефтегазовой отрасли Трампом, а также возможным изменением энергетической политики для достижения сырьевой независимости США. Хотя пока до реализации экономического блока руки нового президента США еще не дошли, мы все-таки считаем, что новая волна индустриализации потребует дешевых ресурсов и в перспективе ближайших месяцев развитие данной идеи может увести котировки нефти ниже комфортных 55 долл./барр.

При отсутствии новых вводных в феврале с высокой вероятностью нефть продолжит торговаться в диапазоне 54,5-57 долл. за баррель, хотя и будет стремиться протестировать его нижнюю границу. При этом уйти выше январского диапазона нефти не дадут крайне высокие запасы нефти в США, ставшие результатом как резко возобновившейся добычи, так и низким потреблением на фоне теплой погоды. Свою лепту внесет и уход части НПЗ в январе-феврале на плановый ремонт. Кстати, в этой связи февральские недельные данные по запасам могут быть весьма волатильны и в целом не совсем показательны. Зато достаточно показательным может показаться динамика цен на бензин, падение которых в январе превысило 10%. Причем, важно даже не само по себе падение цены на бензин, а их диссонанс с сырой нефтью.

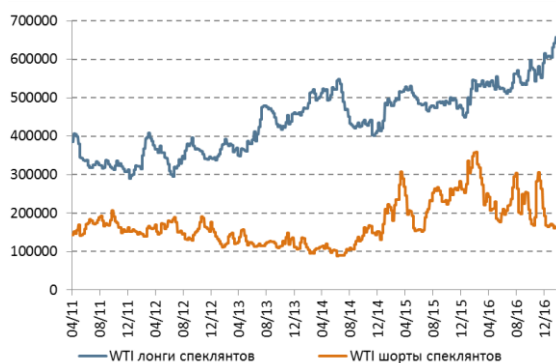
Фондовый рынок

В январе российский фондовый рынок показал высокую волатильность. Разогретый за несколько дней покупками нерезидентов в самом начале года, индекс ММВБ достиг нового максимума в 2294 пунктов, но в отсутствие новых драйверов, в том числе с товарных рынков, так и не смог удержаться на новых высотах. Очередная попытка во второй половине месяца была также стремительна, но и она не увенчалась успехом, тогда как начиная с февраля продажи российских бумаг усилились. Отчасти это связано с появлением первых довольно сильных операционных и финансовых результатов российских компаний, на которых инвесторы фиксируют свои позиции после мощного подъема второй половины 2016 года. При этом в целом, судя по отдельным комментариям крупных инвестдомов, отношение нерезидентов к российским бумагам остается довольно позитивным в свете возможного улучшения отношений России и США, хотя

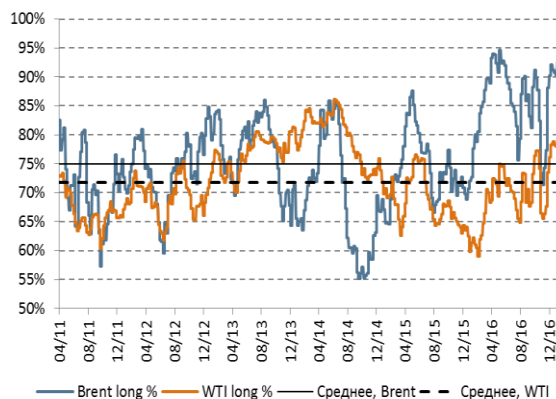
Позиции спекулянтов



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



сами по себе многие бумаги, в особенности с хорошим дивидендным потенциалом, уже дошли до своих справедливых оценок. В этой связи мы полагаем, что в феврале рынок продолжит постепенный откат вниз, в результате чего индекс ММВБ имеет шансы вернуться к уровню 2100 пунктов.

- Ожидаемое снижение индексов не исключает локальных выстрелов в тех бумагах, которые упали сильнее рынка или, напротив, показывают сильную устойчивость к общему негативу. Так, есть смысл обратить внимание на Газпром, стремительно падающий в ожидании уменьшения его доли в индексе MSCI. Для более склонных к риску инвесторов можно начать ловить его в диапазоне 140-142 рублей или дождаться на уровне 135 рублей, что составляет мощнейший уровень поддержки второй половины 2016 г. Ведь фундаментальные факторы, будь то рекордные объемы продаж газа и ценовая конъюнктура в Европе, а также потепление отношений европейских регуляторов к российской монополии, вполне способны вернуть акции Газпрома выше 150 рублей. Еще одной подобной идеей могут стать акции Фосагро, провалившиеся на новости о частичной продаже доли его акционеров рамках SPO с целью улучшения free-float; дабы не допустить ее исключения из индекса. С учетом ситуации на рынке фосфатов, где с большей вероятностью можно допустить восстановление цен, акции компании имеют хорошие шансы отыграть падение на данной новости.
- В ближайший месяц мы также делаем ставку на акции ММК и Алросы. По-прежнему сильны позиции Аэрофлота, выросшего как на сильных операционных результатах, так и в ожидании выплат щедрых дивидендов. В последнее время инвесткомпания активно пересматривают оценку по данной компании в позитивную сторону, что может еще какое-то время поддержать рост ее акций. Однако, на наш взгляд, более интересной долгосрочной инвестицией может быть вложение в акции только размещенного Детского Мира. Сравнительный анализ с российскими ретейлерами дал нам оценку порядка 77-88 рублей за акцию. С учетом размещения на уровне 85 рублей потенциал возможного снижения составляет порядка 10%, достижение которого – идеальная возможность для входа. При этом во всем сегменте в силу сложившейся негативной конъюнкты Детский мир имеет наиболее сильные позиции и обладает вполне реализуемым потенциалом удвоения продаж до 2018 года. Обладая достаточно большим free-float (порядка 30%), акции



компании вполне могут стать тем самым недостающим активом, которым стоит разбавить портфели сырьевых акций.

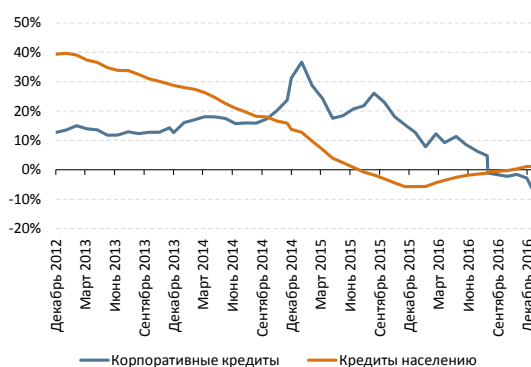
Банковский сектор

- Темпы роста кредитования ушли в красную зону к концу 2016 г. на фоне падения корпоративных кредитов. По нашим предположениям, данная ситуация имела место из-за погашения задолженности оборонными предприятиями в конце 2016 г. По данным Сбербанка, только его клиенты, относящиеся к ОПК, погасили задолженность в размере порядка 300 млрд руб. В декабре совокупный корпоративный портфель российских банков снизился на 1,3 трлн руб. (-4%).
- Розничное кредитование в последнем квартале прошлого года росло незначительными темпами (+10-40 бп ежемесячно). Мы сохраняем наш прогноз по поводу выхода кредитования из стагнации в 2017 г. Мы считаем, что переход к росту кредитного портфеля российских банков произойдет в конце 1, начале 2К 2017 г.
- Коэффициент кредиты/депозиты продолжает держаться в районе минимальных за последние 4 года значений, к концу 2016 г. он опустился до 83%.

Регуляторные барьеры для роста портфеля

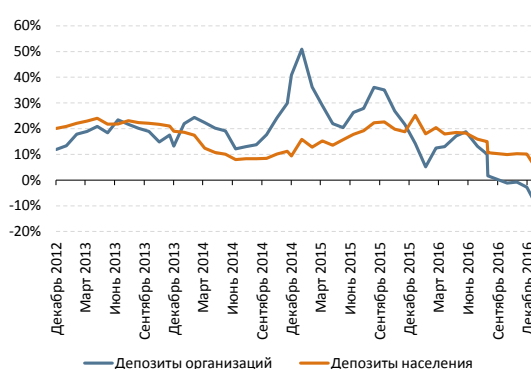
- ЦБ РФ продолжил ужесточать регулирование банковского сектора и в новом году. Так на обсуждение были выдвинуты новые поправки относительно коэффициентов взвешивания по рискам по потребительским кредитам. По данным Центрального банка выдаваемые кредиты, эффективная ставка по которым составит 30-35% предлагается «взвешивать» с коэффициентом 3,0х (ранее данный коэффициент ранее применялся к ссудам с эффективной ставкой в диапазоне 45-60%). Для более дорогих розничных кредитов предлагается ввести 6-ти кратный RW-коэффициент (ранее данное значение применялось для кредитов, обходившихся клиентам в более чем 60% годовых). Данная мера, безусловно, снизит аппетит к агрессивному наращиванию розничных портфелей, что может оказать ограничивающее влияние на темп роста портфеля индивидуальных клиентов в новом году.
- Ставки по рублевым кредитам продолжили снижение к концу 2016 г., при этом валютное фондирование не стало дешевле (ставки по валютным кредитам населению показывали положительную динамику в ноябре 2016). Клиентское фондирование в целом продолжило дешеветь. Исключением стали ставки по рублевым депозитам индивидуальных клиентов, чей

Темпы роста кредитования, %/г



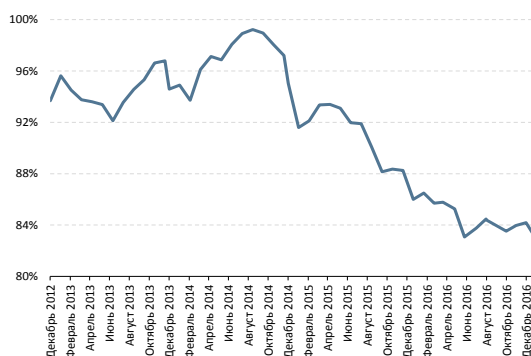
Источник: ЦБ РФ, оценка: Велес Капитал

Темпы роста депозитов, %/г



Источник: ЦБ РФ, оценка: Велес Капитал

Динамика коэффициента кредиты/депозиты



Источник: ЦБ РФ, оценка: Велес Капитал



рост был связан с сезонным фактором.

- Качество активов российского банковского сектора начало восстанавливаться в начале 4К 2016 г. За 4К16 уровень просроченной задолженности в корпоративном сегменте упал на 50 бп до 6,3%. Качество розничного портфеля также восстанавливалось (в 4К16 уровень просрочки кредитов, выданных индивидуальным клиентам, упал на 60 бп до 7,9%). Общий уровень просрочки в секторе за 4К16 снизился на 60 бп и составил 6,7%.
- Основные выводы. В заключительном квартале 2016 г. главным позитивным моментом стало восстановление качества активов в российском банковском секторе. Мы ожидаем, что тренд на снижение процентных ставок продолжится в начале года, а спрос на кредиты активизируется ближе к концу 1К17.

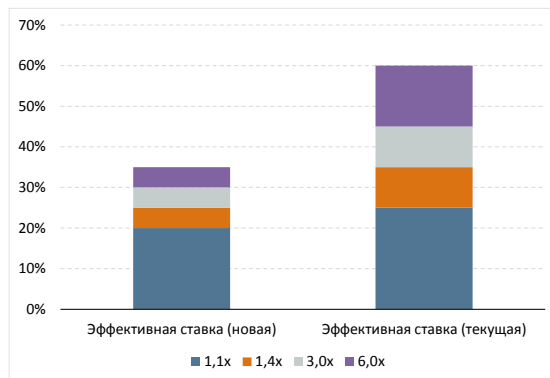
Российские банки

- В начале весны российские банки отчитаются за 2016 г. по МСФО. 2016 г. обещает стать успешным для российского банковского сектора.

Сбербанк

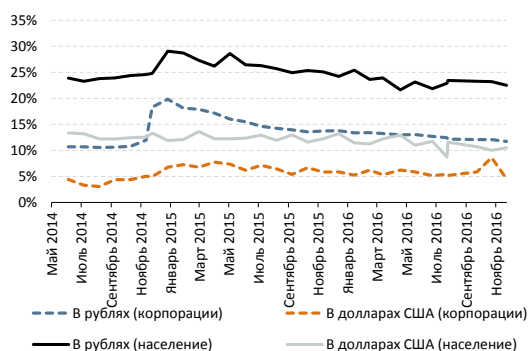
- Мы пересматриваем результаты Сбербанка за 2016 г. по МСФО в связи с комментариями менеджмента по поводу переоценки имущества, принадлежащего банку (переоценка основных средств производится раз в 5 лет). В соответствии с заявлениями официальных лиц Сбербанка, результаты переоценки основных средств будут учтены в годовой (за 2016 г.) отчетности компании.
- Принимая во внимание вышесказанное, мы снижаем прогнозное значение чистой прибыли компании на 2,6% с 534 млрд руб. до 520 млрд руб. RoAE снизится на 50 бп по сравнению с первоначальной оценкой и составит 20,1%. Мы скорректировали прогноз по операционным издержкам в большую сторону. Cost/income составит 39,5% в 2016 г. (ранее ожидался на уровне 38,5%).
- Прогнозы на дальнейшую перспективу также были скорректированы, что сказалось на чистой прибыли 2017-2018 гг. В результате мы ожидаем, что чистая прибыль в 2017 г. составит 620 млрд руб. (+19,1% г/г). В 2018 г. финансовый результат компании достигнет 678 млрд руб. (+9% г/г). В связи с прогнозируемым падением общего уровня процентных ставок, мы скорректировали CoE (стоимость собственного капитала) в меньшую сторону.
- В результате корректировок мы повышаем оценку обыкновенных акций Сбербанка на 3% и рекомендуем

Корректировка RW-коэффициентов



Источник: ЦБ РФ

Ставки по кредитам



Источник: ЦБ РФ, оценка: Велес Капитал



ПОКУПАТЬ бумаги компании с потенциалом роста в 17% к текущим котировкам и целевой ценой в 203 руб./акция. Целевой P/V'17 составит 1,3. Целевая цена префов была повышена до 142 руб./акция. Мы сохраняем рекомендацию **ДЕРЖАТЬ** по привилегированным бумагам Сбербанка с потенциалом роста в 9%.

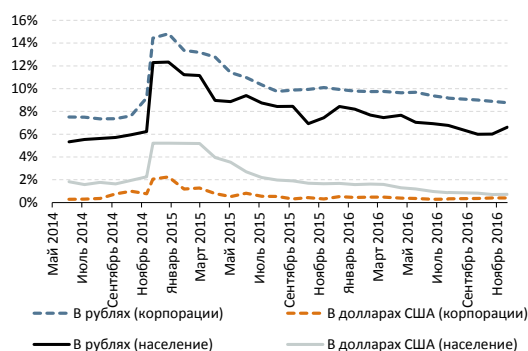
ВТБ

- Мы сохраняем прогнозы результатов банка ВТБ неизменными: чистая прибыль 2017 г. (после вычета доли миноритариев) по нашим оценкам составит 93 млрд руб. (+46,4 г/г). RoAE достигнет 5,7%.
- Перспективы приватизации пакета ВТБ, принадлежащего государству в данное время не ясны. Правительство внесло ВТБ в список активов, которые планируется приватизировать в ближайшие 3 года, однако о конкретных условиях сделки речи не идет. По данным плана приватизации предполагается снижение доли государства в ВТБ до 25%+1 акция (ранее речь шла о сокращении госдоли до контрольной 50%+1 акция). Также было выдвинуто предположение о целесообразности снижения доли государства в ВТБ «синхронно» со снижением доли ЦБ в акциях Сбербанка. В случае реализации последнего сценария мы считаем приватизацию пакета обоих банков маловероятной в 2017 г.
- После корректировки прогнозируемой СоЕ мы повышаем оценку обыкновенных акций ВТБ до 4,8 коп./акция (+4,3% к предыдущему прогнозу), что предполагает 31% дисконт к текущим котировкам и справедливый P/V'17 на уровне 0,6. Мы подтверждаем рекомендацию **ПРОДАВАТЬ** для акций ВТБ.

Тинькофф банк

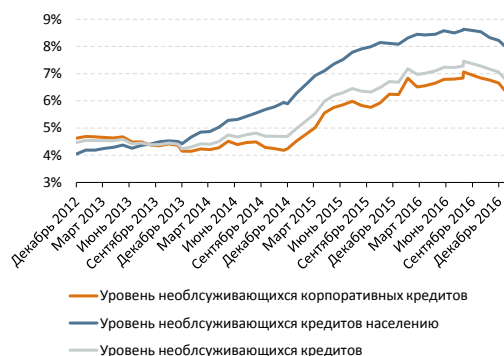
- Ужесточение политики ЦБ РФ относительно коэффициентов взвешивания по рискам может повлиять на Тинькофф банк. Если меры ЦБ вступят в силу со 2К 2017 г., то розничные кредиты (вновь выданные) будут взвешиваться по новым коэффициентам, что впоследствии скажется на достаточности капитала банков, в первую очередь ориентированных на розницу.
- В соответствии с заявлениями менеджмента Тинькофф банка в случае реализации наименее благоприятного сценария, банк пожертвует 1 пп достаточности основного капитала в 2017 г. В таком случае в 2017 г. мы оцениваем рост активов, взвешенных по рискам, на 27,5% г/г (ранее ожидался рост на 20%). Мы считаем, что в краткосрочной перспективе выше упомянутая мера не окажет негативного влияния на банк, так как по

Ставки по депозитам



Источник: ЦБ РФ, оценка: Велес Капитал

Просроченные (1д+) кредиты – NPLs



Источник: ЦБ РФ, оценка: Велес Капитал



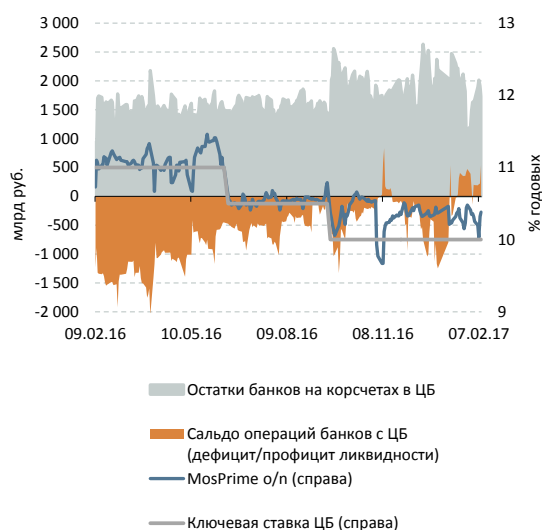
нашим расчетам достаточность основного капитала компании даже в случае реализации негативного сценария не упадет ниже 16,4%.

- Несколько недель назад в прессе было упомянуто сообщение о возможном дополнительном размещении GDR Тинькофф банка. Компания официально не подтвердила намерения по поводу возможного SPO, увеличив целевой объем выкупа собственных акций через несколько дней из-за расширения программы поощрения менеджмента. По данным источников объем размещения на бирже может составить 60-70 млн долл. (3,6-4,2% от капитализации компании). Дополнительный объем выкупа для программы поощрения менеджмента составит порядка 1,5% акций компании в течении двух лет. В случае реализации сценария с SPO котировки Тинькофф банка могут оказаться под давлением.
- Мы скорректировали оценку GDR Тинькофф банка, принимая во внимание снижение CoE. Одновременно с этим мы снизили прогнозируемый рост чистой прибыли компании в среднесрочном периоде на фоне возможного роста RW-коэффициентов. В результате мы оцениваем справедливый P/B'17 в 2,7, справедливую цену GDR в 9,7 долл. Мы подтверждаем рекомендацию ДЕРЖАТЬ по распискам Тинькофф банка, потенциал роста в соответствии с нашими оценками составит 7% к текущим котировкам.

Денежный рынок

- Со второй половины января на рынке установился пока хоть и небольшой, но стабильный профицит рублевой ликвидности — ситуация, при которой остатки банков на депозитах в ЦБ устойчиво превышают их задолженность по инструментам рефинансирования регулятора. За период с 18-го января объем ликвидности на депозитах в ЦБ в среднем превышал объем задолженности банков почти на 260 млрд руб. В данных условиях ставки МБК стремятся к ключевой ставке ЦБ или опускаются ниже данного уровня, на что регулятор вынужден реагировать значительным повышением объема абсорбируемой ликвидности. Так, в конце января крупные налоговые платежи и депозитные операции Банка России лишь на короткий период способствовали росту ставок МБК. Однако с возобновлением притока бюджетной ликвидности в начале февраля ставки быстро вернулись к прежним значениям (MosPrime o/n опустилась до уровня ключевой ставки ЦБ, а RUONIA оказалась ниже данного уровня). В результате регулятор помимо недельного аукциона был вынужден провести дополнительный депозитный аукцион o/n, изъяв таким образом из

Показатели уровня рублевой ликвидности





системы почти 1 трлн руб.

- ✎ Мы полагаем, что именно растущий профицит ликвидности в банковской системе стал основным критерием для ЦБ не только для сохранения ключевой ставки на прежнем уровне, но и для некоторого ужесточения риторики в его пресс-релизе. Так, свое решение ЦБ сопроводил достаточно неожиданной фразой о том, что «потенциал снижения ключевой ставки в первом полугодии 2017 г. уменьшился», и при этом убрал формулировку о «возможности снижения ставки в 1-2 квартале 2017 г.». Беспокойство ЦБ также было обусловлено и началом валютных операций Минфина, в том числе с которыми регулятор связал краткосрочные инфляционные риски.
- ✎ По нашему мнению, что фраза ЦБ об уменьшении потенциала снижения ключевой ставки в первом полугодии 2017 г. практически исключают вероятность смягчения процентной политики на «опорном» заседании в марте. Тем не менее, комментарии ЦБ не отменяют возможности первого снижения ставки в текущем году на следующем «опорном» заседании — в июне (на 0,5 п.п.). Обязательным условием для возобновления цикла смягчения процентной политики, на наш взгляд, должна быть стабилизация годовых темпов инфляции и инфляционных ожиданий на уровне или ниже 5%. При этом важным ориентиром для ЦБ в проведении денежно-кредитной политики остается удержание ставок МБК на уровне, превышающем ключевую ставку. Поэтому сохранение MosPrime и Ruonia на двузначных значениях можно ожидать вплоть до первого снижения ключевой ставки в текущем году.
- ✎ Важно добавить, что предпосылки для поддержания Банком России умеренно жестких денежно-кредитных условий сохраняются, так как банковский сектор продолжит получать подпитку бюджетной ликвидностью. Так, Антон Силуанов отмечал, что покупки валюты для пополнения фондов не отменяют дальнейшего расходование средств из Резервного фонда в текущем году для финансирования дефицита бюджета.

Валютный рынок

- ✎ Комфортный уровень цен на нефть, ослабление доллара на мировых площадках и отсутствие потребностей в валютной ликвидности на внутреннем рынке сформировали для рубля с начала 2017 г. весьма благоприятные условия. В подобной ситуации отечественная валюта укрепилась в феврале до максимумов с середины 2015 г. Единственным противовесом рублю в данных условиях стали новости



о начале операций Минфина и ЦБ по покупке валюты на рынке, однако на отечественную валюту подобный новостной фон пока способен оказывать лишь психологическое и краткосрочное давление в силу несущественных объемов покупки. Так, по сообщению Минфина, ежедневный объем покупки иностранной валюты на период с 7 февраля по 6 марта 2017 года будет составлять 6,3 млрд руб., то есть чуть больше 100 млн долл., что совпало с первоначальными оценками рынка. В свою очередь, итоги заседания Банка России сыграли на руку отечественной валюте. Рублевые ставки по-прежнему остаются высокими на неопределенный срок. Одновременно регулятор дал четкий сигнал, что будет контролировать объемы проводимых интервенций.

- Тем не менее, в краткосрочной перспективе мы не видим поддержки рублю с рынка нефти, который после прохождения в начале года отметки в 58 долл. за баррель на ближайшее время весь свой потенциал исчерпал. Более того, котировки нефти могут оказаться под давлением, которое, несмотря на все усиливающуюся независимость рубля от сырьевых цен, будет ограничивать позиции отечественной валюты ниже 60 руб. против доллара.
- Также не стоит забывать о внешних платежах российских компаний в марте. По оценкам ЦБ, в 1-м полугодии достаточно велика доля ежемесячного внутригруппового рефинансирования (в среднем 30%), при котором платежи с высокой вероятностью будут пролонгироваться и потребность заемщиков в валютной ликвидности фактически не изменится. Тем не менее, даже несмотря на то, что в марте из 11,6 млрд долл. к погашению доля внутригруппового финансирования может составить 38%, фактические платежи в объеме 7,3 млрд долл. будут заметно превосходить объемы погашений в остальные месяцы (в среднем 1,7 млрд долл. чистых выплат). В связи с этим уже в феврале может увеличиться спрос на валютную ликвидность с соответствующей поддержкой курсу доллара.
- В этих условиях мы не исключаем новых попыток рубля закрепиться на уровне 58,5-59,0 против доллара, однако пока вышеотмеченный диапазон можно рассматривать лишь как «потолок» для отечественной валюты, при этом к концу ближайшего месяца доллар может вернуться на отметку 60 и выше.

Долговой рынок

- Российский долговой рынок завершил месяц ростом за счет избыточной рублевой ликвидности в**

Показатели биржевых торгов на валютном рынке

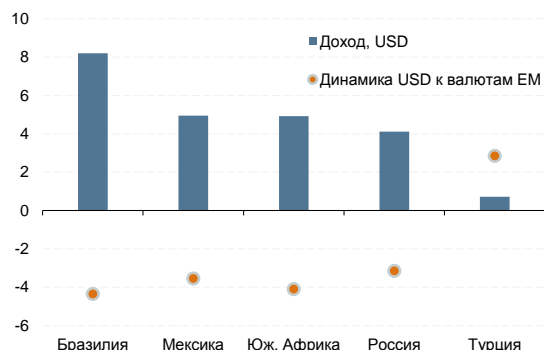




банковской системе и укрепления национальной валюты. Кроме того, мягкая позиция мировых регуляторов стала дополнительным драйвером притока спекулятивного капитала на рынки развивающихся стран. Результаты облигаций федерального займа в январе оказались немного скромнее в сравнении с декабрем прошлого года, однако отечественные бумаги не отставали от общей позитивной динамики в секторе EM. Доход 10-летних ОФЗ в локальной валюте составил около 1,4% против 3,2% месяцем ранее. В то же время, доход в долларовом выражении составил около 4,1% против 7,8% месяцем ранее. По нашему мнению, результаты с начала года можно признать довольно успешными, так как в конечном счете инвесторы смогли отыграть все потери, полученные в период нисходящей коррекции в октябре-ноябре 2016 г. Дальнейший рост ОФЗ сильно ограничен, поэтому мы рекомендуем частично сокращать позиции и переключаться в корпоративный сектор первого эшелона для получения дополнительной премии к кривой локального долга. Стратегию инвестирования следует строить исходя из покупки длинных инструментов, чтобы получить повышенный доход в случае возобновления цикла снижения ставки ЦБ РФ.

Между тем, нацеленность российского регулятора на достижение целевого значения по инфляции (4% годовых) является одним из основных драйверов роста котировок ОФЗ в долгосрочной перспективе. Однако на последнем собрании (3 февраля) члены совета директоров ЦБ РФ сохранили процентную ставку на уровне 10%, при этом тональность сопроводительного документа значительно изменилась, а прогноз по темпам смягчения ставки ухудшился. Во-первых, денежные власти включили валютные интервенции Минфина в перечень инфляционных рисков. Во-вторых, последнее замедление инфляции обусловлено влиянием временных факторов. В-третьих, потенциал снижения ключевой ставки в первом полугодии 2017 г. уменьшился. Возникает вопрос, насколько данная новость повлияет на рынок ОФЗ в краткосрочной перспективе. Мы придерживаемся взгляда, что кривая федеральных долгов закрепится на нынешних уровнях с возможным отклонением примерно в 10-15 бп. до конца первого квартала в случае удержания котировок нефти в диапазоне 54-58 долл. за баррель Brent и пары доллар/рубль в пределах 58-61 руб. Основная причина заключается в том, что в долларовом выражении (конвертировав через NDF/CCS) сектор выглядит все еще привлекательно на фоне конкурентов EM, то есть, спрос могут предъявлять не только спекулянты, получающие доход от валютной переоценки, но и те,

Результаты высокодоходных локальных 10-летних облигаций сектора EM, %



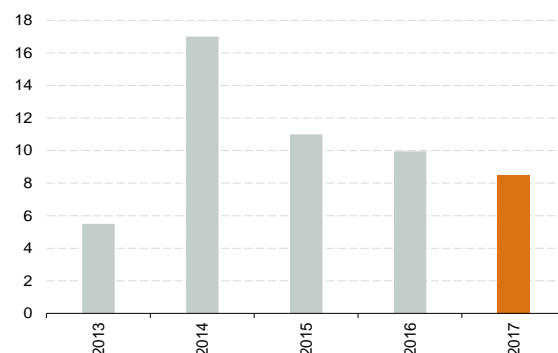
Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Прогноз совокупного дохода ключевых выпусков ОФЗ на конец 2017 год

ОФЗ	Совокупный доход	
	Базовый	Оптимистичный
26210 (3 года)	9,2%	9,6%
26217 (5 лет)	11,0%	11,9%
26211 (7 лет)	11,9%	12,9%
26219 (10 лет)	14,6%	16,1%
26218 (15 лет)	16,7%	18,8%

Источники: оценка: Велес Капитал

Ключевая ставка Банка России и наш прогноз



Источники: данные Банка России; оценка: Велес Капитал



кто страхует позиции через рынок деривативов. Кроме того, неясность в политике ФРС остается на высоком уровне и текущие прогнозы по ужесточению кредитных условий указывают на относительно низкую вероятность подъема долларовой ставки на следующем собрании, что является позитивным моментом для большинства локальных обязательств развивающихся стран.

▣ **Облигации с переменным купоном продолжают оставаться неким защитным инструментом для инвесторов в период относительно жесткой монетарной политики Банка России и турбулентности финансовых рынков.** В первую очередь это связано с низкой чувствительностью цен в отличие от классических выпусков ОФЗ. Текущая стоимость флоутеров оценивается рынком на горизонте инвестирования примерно один год, то есть будущие денежные потоки не учитываются в период всей жизни выпуска, чтобы облегчить справедливое ценообразование. В нашем последнем обзоре мы рекомендовали инвесторам обратить внимание на выпуск 29006, который предлагает один из самых высоких купонных доходов (11,41% годовых) в секторе. На тот момент цена составляла 107,15% от номинала. Динамика выпуска в последний месяц была низко волатильной, поскольку диапазон изменения цены находился в рамках 106,8-107,2% от номинала, что выглядит довольно неплохо на фоне классических обязательств. До конца года мы сохраняем свой прогноз, что доходность купона останется двухзначной. Рекомендуем покупку бумаги 29006 против фиксированных ОФЗ в отсутствие перспектив закрепления классической суверенной кривой ниже 8% годовых.

▣ **В свете последних жестких комментариев Банка России в отношении темпов смягчения кредитных условий,** привлекательность инвестирования в корпоративный сектор остается на высоком уровне. Нынешняя парадигма процентных ставок на рынке позволяет получить доход от вложений в облигации банков и компаний намного выше, чем от банковского депозита, учитывая, что кредитное качество большинства эмитентов не ухудшалось. В этом случае мы видим интересные идеи при создании портфеля, состоящего из рублевых инструментов. Он подходит клиентам со свободной краткосрочной ликвидностью с дюрацией до одного года. Нами отобрано несколько облигаций с хорошим кредитным рейтингом, эмитенты которых способны, по нашему мнению, выполнить обязательства перед держателями корпоративного долга.

Варианты портфелей из рублевых облигаций компаний и банков

Бумага	YTM	Дюр.	Рейтинг	Доля
ВЭБ 09	9,82	0,59	BBB	30%
ВЭБЛиз 10	10,96	0,65	BBB	30%
Зенит 11о6	11,04	0,66	BB	20%
МКБ БО-11	11,28	0,42	BB	20%
Портфель	10,70	0,59		100%

Бумага	YTM	Дюр.	Рейтинг	Доля
Газпрнеф10	9,44	0,96	BBB	35%
ВымпелКБОЗ	9,75	0,65	BB	30%
Лента БО-3	9,9	0,95	BB	20%
МЕТАЛИНВ 3	9,65	0,97	BB	15%
Портфель	9,66	0,87		100%

Бумага	YTM	Дюр.	Рейтинг	Доля
ВЭБЛиз 10	10,96	0,65	BBB	40%
Газпрнеф10	9,44	0,96	BBB	25%
МКБ БО-11	11,28	0,42	BB	25%
Лента БО-3	9,9	0,95	BB	10%
Портфель	10,55	0,70		100%

Источники: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Сложившаяся конъюнктура на рынке привела к тому, что многие кривые корпоративных заемщиков имеют плоский (обычно до одного года) или наклонный вид, когда короткие ставки выше длинных за счет долгосрочных ожиданий инвесторов по смягчению монетарной политики Банка России. Вследствие этого, игроки порой могут получить практически одинаковый доход вне зависимости от срока инвестирования. Вместе с тем, инвестор при вложении в долговые бумаги берет на себя схожие риски в случае открытия депозита в этом же банке. Однако если объем вложения превышает страховой лимит, то шансов для получения оставшейся суммы становится меньше. Впрочем, на рынке облигаций существует возможность частичной продажи бумаг эмитентов до отзыва лицензий (как показывает практика), что является неплохим преимуществом перед классическим депозитом. Тем не менее, чтобы избежать вышеперечисленных рисков, мы советуем ориентироваться на заемщиков первого эшелона, у которых доля в акционерном капитале частично принадлежит государственным структурам, и проводить диверсификацию портфеля для сглаживания процентного риска. Схожая тактика действий проводится при отборе облигаций компаний из реального сектора, однако на рынке также существует много эмитентов, не пользующихся федеральной поддержкой, чьи международные кредитные рейтинги находятся на уровне суверенного, и риски дефолта отсутствуют.

Иван Манаенко
Ольга Николаева
Юрий Кравченко
Егор Дахтлер
Артур Навроцкий
research@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 2017 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

Екатерина Писаренко
Начальник управления по работе с облигациями
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко
Начальник управления по работе с долговыми
обязательствами
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук
Начальник отдела по работе с облигациями
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Юлия Дубинина
Специалист по работе с облигациями
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Вязовецков
Специалист по работе с облигациями
OVyazovetskov@veles-capital.ru

Мурад Султанов
Специалист по работе с еврооблигациями
MSultanov@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук
Специалист по работе с еврооблигациями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Сергей Юньков
Специалист по работе с векселями
SYunkov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист по работе с векселями
OBogolubova@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Ольга Николаева
Долговые рынки
ONikolaeva@veles-capital.ru

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@veles-capital.ru

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

Егор Дахтлер
Финансовый сектор
EDakhtler@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