



12 марта 2024 г.

# Северсталь

Цель: 2 028 руб. / «Покупать»

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Василий Данилов  
VDanilov@velos-capital.ru

## Ставка на сталь

Акции российских сталеваров в последние месяцы продемонстрировали мощный рост на сопоставимом друг с другом уровне, однако мы полагаем, что наилучшей ставкой на дальнейшее восстановление мирового рынка стали является Северсталь. Несмотря на более высокую оценку по форвардному EV/EBITDA 2024П 5,1x в сравнении с коллегами по цеху, Северсталь обладает наиболее привлекательным инвестиционным профилем. По итогам 2023 г. компания получила хороший свободный денежный поток и рекомендовала дивиденд в размере 191,5 руб. на акцию с коэффициентом выплат 134% FCF. Согласно нашим расчетам, благодаря росту внутренних цен на сталь и распродаже накопленных в прошлом году запасов слябов дивиденд компании в 2024 г. возрастет до 227 руб. на акцию с доходностью 13,2% к текущим котировкам. Мы устанавливаем рекомендацию «Покупать» для бумаг Северстали с целевой ценой 2 028 руб. Также мы отмечаем, что на горизонте свыше 3 лет вполне вероятен новый циклический подъем на мировом рынке стали с возвратом цен стальной продукции на пиковые уровни 2021 г. В таком случае годовой дивиденд Северстали при текущем валютном курсе вполне может составить 400 руб. на акцию, что открывает котировкам путь к 3 000 руб.

**Финансовые показатели.** Во 2-м полугодии 2023 г. ключевые показатели Северстали продемонстрировали мощный рост, обусловленный более высокими внутренними ценами на сталь, а также наращиванием доли продукции с высокой добавленной стоимостью. Так, выручка компании выросла на 27,4% г/г, EBITDA – на 78,8% г/г с рентабельностью 37,0% против 26,3% годом ранее. В то же время на фоне более высокого CAPEX (+71,2% г/г) и формирования повышенных запасов слябов под ремонт доменных печей свободный денежный поток продемонстрировал снижение на 38,2% г/г. В 2024 г. мы ожидаем уверенный рост выручки на 18,4%, EBITDA – на 36,6%, FCF – на 22,2%. Несмотря на ожидаемое снижение запасов слябов после завершения ремонтов, рост CAPEX в 2024 г. на 63,8% будет сдерживать восстановление свободного денежного потока.

**Состояние отрасли.** Внутренний рынок стали в 2023 г. продемонстрировал уверенное восстановление, практически вернувшись на уровень докризисного 2021 г. Согласно данным Росстата, выплавка стали в России по итогам 2023 г. составила 76,0 млн т (77,2 млн т в 2021 г.), внутренний спрос – 46,3 млн т (43,9 млн т в 2021 г.). В результате средняя стоимость г/к проката на российском рынке в январе 2024 г. составила 59,2 тыс. руб. за т, что по-прежнему далеко от экстремумов 2021 г. (89,2 тыс. руб. за т), но в то же время значительно выше уровней 2019-2020 г., когда цена колебалась в диапазоне 30-40 тыс. руб. за т. Мы ожидаем, что в 2024 г. сталь продолжит умеренный рост, однако отмечаем, что динамика внутренних цен будет сдерживаться пристальным надзором со стороны госорганов, которые ранее критиковали сталеваров за повышение внутренних расценок на стальную продукцию вслед за экспортными бенчмарками.

### Динамика акций сталелитейных компаний

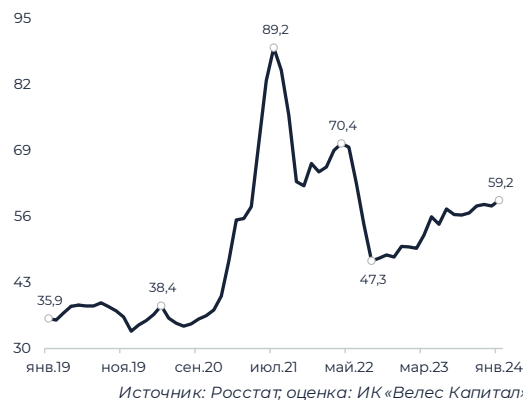


### Информация об акциях компании

CHMF	2 028
Тикер на МосБирже	Справедливая цена
1 718	+18,0%
Текущая цена, руб.	Потенциал
955 / 1 720	Покупать
Мин./макс. цена, 12 мес.	Рекомендация

Финансовые показатели, млн. руб.	2П 2022	2П 2023	+/-
<b>Выручка</b>	305 333	388 885	27,4%
<b>ЕБИТДА</b>	80 399	143 767	78,8%
Рентабельность EBITDA	26,3%	37,0%	+10,7 п.п.
<b>Чистая прибыль</b>	(9 319)	88 602	-
Рентабельность чистой прибыли	14,8%	35,0%	+20,2 п.п.
<b>Свободный денежный поток</b>	97 034	59 920	-38,2%

### Стоимость г/к проката на внутреннем рынке (тыс. руб./т)



Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожидаемым). [Подробнее](#)



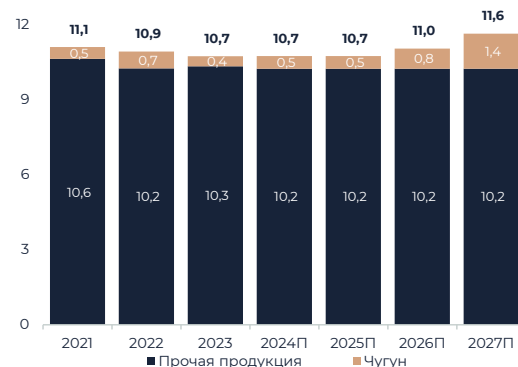
**Операционные показатели.** В 2023 г. производство стали Северстали выросло на 5,4%, до 11,3 млн т, в то время как продажи сократились на 1,7%, до 10,7 млн т. При этом доля продукции с высокой добавленной стоимостью составила 49,1% против 43,6% в 2022 г. и 45,8% в 2021 г., что стало основным драйвером роста финансовых показателей. В 2024-2025 гг. мы не ожидаем значимых изменений в производстве и продажах. Во 2-м полугодии 2026 г. Северсталь планирует запустить фабрику по производству окатышей стоимостью 97 млрд руб., благодаря чему возрастет производительность доменных печей. В результате компания рассчитывает нарастить продажи коммерческого чугуна в 2027 г. на 0,9 млн т при текущем уровне реализации 0,5 млн т., что при сегодняшнем уровне цен даст прибавку к выручке на уровне около 25 млрд руб.

**Мультипликаторы.** С форвардным мультипликатором EV/EBITDA 2024П 5,1x Северсталь оценена чуть дороже отрасли, медианное значение которой составляет 4,8x. При этом Северсталь торгуется со значительной премией к НЛМК (3,4x) и ММК (2,9x). Высокая оценка Северстали относительно коллег по цеху может быть объяснена более низкой себестоимостью стального слэба, а также тем фактом, что Северсталь единственная среди сталеваров вернулась к выплате дивидендов. ММК рассмотрит вопрос о выплатах акционерам весной 2024 г., однако доходность свободного денежного потока в расчете на акцию гораздо скромнее Северстали (5,0% vs 8,4%). НЛМК в последние месяцы минимизировал раскрытие информации, что, на наш взгляд, может быть связано с квотированием импорта российских слэбов в Евросоюз до 2028 г., в связи с чем мы отмечаем сохраняющуюся неопределенность относительно сроков возврата НЛМК к выплатам акционерам. Таким образом, среди трех российских сталеваров Северсталь с инвестиционной точки зрения выглядит наиболее привлекательной, в связи с чем мы считаем текущую мультипликативную оценку компании справедливой.

**Долговая нагрузка.** На конец 2023 г. общий долг Северстали составил 163,1 млрд руб. при денежных средствах в размере 373,6 млрд руб. Таким образом, компания имеет отрицательную долговую нагрузку, что исторически является нетипичным для компании, однако в текущих условиях повышенной неопределенности стоит ожидать, что чистый долг останется ниже нулевой отметки. При этом, согласно нашим расчетам, FCF Северстали в 2024 г. составит 146,6 млрд руб. против 120,0 млрд руб. в 2023 г. Таким образом, несмотря на рост CAPEX до 119 млрд руб., компания сможет финансировать свои расходы, не прибегая к помощи денежной подушки. На наш взгляд, избыточный кэш на балансе будет частично использован для распределения акционерам в виде дивидендов. Это позволит увеличить размер чистого долга с текущих -210,5 млрд руб. до -114,0 млрд руб. в 2024 г. и -96,3 млрд руб. в 2025 г. и -62,6 млрд руб. в 2026 г.

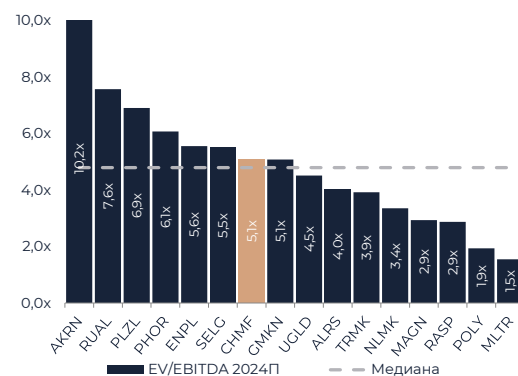
**Дивиденды.** Совет директоров Северстали по итогам 2023 г. рекомендовал дивиденд в размере 191,5 руб. на акцию с доходностью к текущим котировкам 11,1%. Коэффициент выплат составил 134% FCF, что позволит снизить объем избыточного кэша на балансе. В ближайшие годы мы также ожидаем, что Северсталь продолжит направлять на выплаты акционерам более 100% свободного денежного потока. При этом периодичность дивидендов, на наш взгляд, может оказаться полугодовой, однако мы допускаем, что в обозримой перспективе компания вернется к квартальным выплатам. Согласно нашим расчетам, совокупный дивиденд составит 227 руб. на акцию в 2024 г. и 254 руб. в 2025 г. благодаря продолжению наметившего тренда на рост цен стальной продукции. Также мы отмечаем, что при возврате цен на уровень 2021 г. в условиях очередного циклического подъема на мировом рынке стали годовой дивиденд Северстали может достичь 400 руб. на акцию, однако данный драйвер реализуется не ранее, чем через 3 года.

Продажи стальной продукции (млн т)



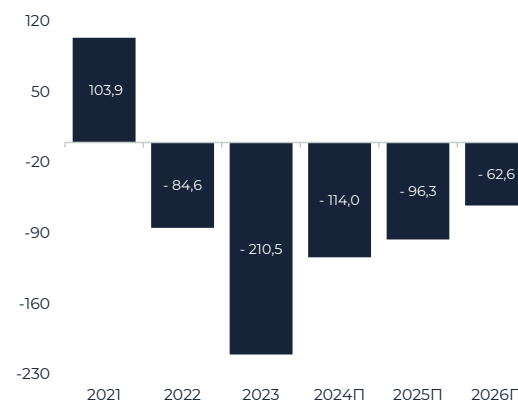
Источник: данные компании; оценка: ИК «Велес Капитал»

Мультипликатор EV/EBITDA 2024П российских компаний сектора металлов и добычи



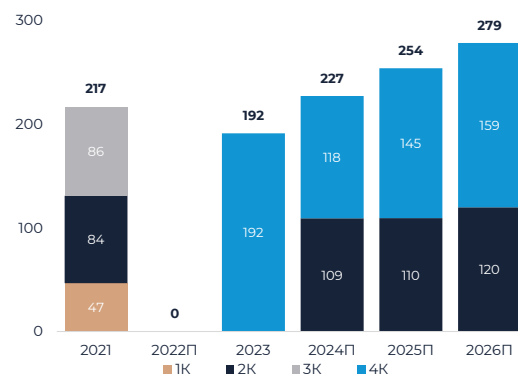
Источник: данные компаний; оценка: ИК «Велес Капитал»

Чистый долг (млрд руб.)



Источник: данные компании; оценка: ИК «Велес Капитал»

Дивидендные выплаты на акцию (руб.)



Источник: данные компании; оценка: ИК «Велес Капитал»



# Финансовая модель

Отчет о прибылях и убытках, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
<b>Выручка, в т.ч.:</b>	<b>728 314</b>	<b>862 505</b>	<b>908 387</b>	<b>944 816</b>
Стальная продукция	598 037	716 952	755 092	785 373
ЖРС	58 918	70 633	74 390	77 374
Прочая выручка	71 359	74 920	78 905	82 069
Операционные расходы	(504 614)	(542 614)	(559 257)	(579 505)
<b>EBITDA</b>	<b>262 229</b>	<b>358 110</b>	<b>393 408</b>	<b>415 772</b>
Амортизация и корректировки	(38 529)	(38 219)	(44 278)	(50 461)
<b>EBIT</b>	<b>223 700</b>	<b>319 891</b>	<b>349 130</b>	<b>365 311</b>
Прочие доходы/расходы	15 646	(19 988)	(22 703)	(25 100)
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>239 346</b>	<b>299 903</b>	<b>326 427</b>	<b>340 211</b>
Налог на прибыль	(45 471)	(59 981)	(65 285)	(68 042)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>193 875</b>	<b>239 922</b>	<b>261 142</b>	<b>272 169</b>
EPS, руб.	231	286	312	325

Баланс, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>425 346</b>	<b>506 127</b>	<b>585 995</b>	<b>664 657</b>
Основные средства	386 361	467 142	547 010	625 672
Прочие внеоборотные активы	38 985	38 985	38 985	38 985
<b>Краткосрочные активы</b>	<b>568 769</b>	<b>511 206</b>	<b>505 305</b>	<b>494 704</b>
Оборотные активы	176 680	176 799	186 419	193 565
Денежные средства	373 568	315 886	300 366	282 619
Краткосрочные инвестиции и прочие ОА	18 521	18 521	18 521	18 521
<b>Итого активы</b>	<b>994 115</b>	<b>1 017 333</b>	<b>1 091 300</b>	<b>1 159 361</b>
<b>Средства акционеров</b>	<b>613 828</b>	<b>601 631</b>	<b>672 125</b>	<b>722 394</b>
Акционерный капитал	612 662	600 465	670 959	721 228
Доля миноритариев	1 166	1 166	1 166	1 166
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>101 061</b>	<b>241 580</b>	<b>205 390</b>	<b>260 691</b>
Долгосрочные кредиты и займы	55 348	195 867	159 677	214 978
Прочие долгосрочные обязательства	45 713	45 713	45 713	45 713
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>279 226</b>	<b>174 122</b>	<b>213 785</b>	<b>176 277</b>
Краткосрочные кредиты и займы	107 757	6 000	44 348	5 000
Оборотные обязательства	104 026	100 679	101 994	103 834
Прочие краткосрочные обязательства	67 443	67 443	67 443	67 443
<b>Итого обязательства и средства акционеров</b>	<b>994 115</b>	<b>1 017 333</b>	<b>1 091 300</b>	<b>1 159 361</b>

Движения денежных средств, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
<b>Операционная деятельность</b>	<b>179 197</b>	<b>265 580</b>	<b>288 047</b>	<b>308 792</b>
Чистая прибыль	193 875	239 922	261 142	272 169
Налоги и проценты	(9 821)	4 453	6 341	8 082
Корректировки	4 223	24 670	28 869	33 847
Изменение оборотного капитала	(9 080)	(3 466)	(8 305)	(5 306)
<b>Инвестиционная деятельность</b>	<b>(65 423)</b>	<b>(109 904)</b>	<b>(115 079)</b>	<b>(120 591)</b>
Приобретение внеоборотных активов	(72 629)	(119 000)	(124 146)	(129 123)
Прочее	7 206	9 096	9 068	8 532
<b>Финансовая деятельность</b>	<b>39 257</b>	<b>(213 357)</b>	<b>(188 489)</b>	<b>(205 948)</b>
Изменение долга	40 870	38 762	2 158	15 953
Выплата дивидендов	0	(252 119)	(190 647)	(221 901)
Прочее	(1 613)	0	0	0
Эффект курсовых разниц	34 318	0	0	0
<b>Изменение денежных средств</b>	<b>187 349</b>	<b>(57 682)</b>	<b>(15 520)</b>	<b>(17 747)</b>

## Анализ чувствительности DCF-модели к WACC и TGR

WACC/TGR	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
21%	2 257	2 292	2 329	2 367	2 408
22%	2 139	2 169	2 201	2 235	2 271
23,6%	1 977	2 002	2 028	2 055	2 084
24%	1 936	1 960	1 984	2 010	2 038
25%	1 848	1 869	1 891	1 914	1 938

Источник: оценка: Велес Капитал

WACC	
Безрисковая ставка	13,2%
Премия рынка за риск	13,3%
Премия за риски корп. управления	0,0%
Премия за низкую ликвидность	0,0%
<b>Стоимость СК</b>	<b>24,9%</b>
Beta	0,88
<b>Стоимость долга</b>	<b>11,7%</b>
Доля СК	90%
Доля долга	10%

WACC	23,6%
------	-------

Свободный денежный поток, млн руб.	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
<b>Операционный ден. поток</b>	<b>179 197</b>	<b>265 580</b>	<b>288 047</b>	<b>308 792</b>
Кап. затраты	(72 629)	(119 000)	(124 146)	(129 123)
Проценты уплаченные	(12 562)	(13 549)	(15 409)	(16 614)
<b>Свободный денежный поток (FCFF)</b>	<b>121 071</b>	<b>157 419</b>	<b>176 228</b>	<b>192 960</b>

Оценка стоимости акций, млн руб.	
<b>DCF-модель</b>	
Рост в ПП период	2,0%
Сумма ДДП (+)	677 240
Терминальная стоимость (+)	800 266
<b>Справедливая стоимость бизнеса</b>	<b>1 477 505</b>
Чистый долг (-)	(210 463)
Доля миноритарных акционеров (-)	1 166
Доля в зависимых компаниях (+)	11 946
<b>Справедливая стоимость акц. капитала</b>	<b>1 698 748</b>
<b>Справедливая стоимость акции, руб.</b>	<b>2 028</b>

Рыночные мультипликаторы, x	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
EV/Sales	1,7	1,4	1,3	1,3
<b>EV/EBITDA</b>	<b>4,6</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>
EV/EBIT	5,4	3,8	3,5	3,3
EV/FCF	10,1	7,7	6,9	6,3
<b>P/E</b>	<b>7,4</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,3</b>
P/B	2,3	2,4	2,1	2,0
<b>FCFF Yield</b>	<b>8,4%</b>	<b>10,9%</b>	<b>12,2%</b>	<b>13,4%</b>

Коэффициенты	2023	2024 (П)	2025 (П)	2026 (П)
Рентабельность валовой прибыли	43,8%	48,0%	49,4%	49,6%
Рентабельность EBIT	30,7%	37,1%	38,4%	38,7%
Рентабельность чистой прибыли	26,6%	27,8%	28,7%	28,8%
<b>Рентабельность EBITDA</b>	<b>36,0%</b>	<b>41,5%</b>	<b>43,3%</b>	<b>44,0%</b>
ROE	31,6%	39,9%	38,9%	37,7%
ROA	19,5%	23,6%	23,9%	23,5%
ROIC	23,0%	31,8%	31,9%	31,0%
EBIT/Interest expenses, x	13,4	23,6	22,7	22,0
<b>Net Debt/EBITDA, x</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>-0,2</b>

Источник: данные компании; оценка: Велес Капитал



## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

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 должен 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 2024 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 более 10%.

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

**ПРОДАВАТЬ** — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

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 аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

## Аналитический департамент

### **Екатерина Писаренко**

Зам. генерального директора - директор департамента  
[EPisarenko@veles-capital.ru](mailto:EPisarenko@veles-capital.ru)

### **Юлия Дубинина**

Заместитель начальника управления  
[YDubinina@veles-capital.ru](mailto:YDubinina@veles-capital.ru)

### **Артур Навроцкий**

Начальник управления доверительных операций  
[ANavrotsky@veles-capital.ru](mailto:ANavrotsky@veles-capital.ru)

### **Тарас Ковальчук**

Заместитель начальника отдела по работе с еврооблигациями  
[TKovalchuk@veles-capital.ru](mailto:TKovalchuk@veles-capital.ru)

### **Владимир Наумов**

Старший трейдер Управление операций на рынке акций  
[VNaumov@veles-capital.ru](mailto:VNaumov@veles-capital.ru)

### **Илья Фомичев**

Специалист Отдела диллерских операций  
[IFomichev@veles-capital.ru](mailto:IFomichev@veles-capital.ru)

### **Сергей Юньков**

Старший специалист Управления по работе с долговыми  
обязательствами  
[SYunkov@veles-capital.ru](mailto:SYunkov@veles-capital.ru)

### **Оксана Степанова**

Заместитель начальника управления  
[OStepanova@veles-capital.ru](mailto:OStepanova@veles-capital.ru)

### **Игорь Суптеля**

Ведущий трейдер  
[ISuptelya@veles-capital.ru](mailto:ISuptelya@veles-capital.ru)

### **Олег Вязовецков**

Ведущий специалист  
[OVyazovetskov@veles-capital.ru](mailto:OVyazovetskov@veles-capital.ru)

### **Наталья Котлова**

Ведущий специалист  
[VKotkova@veles-capital.ru](mailto:VKotkova@veles-capital.ru)

### **Екатерина Кокина**

Ведущий специалист  
[EKokina@veles-capital.ru](mailto:EKokina@veles-capital.ru)

### **Иван Манаенко**

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

### **Юрий Кравченко**

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

### **Артем Михайлин**

Телекоммуникации, IT, Потребительский сектор  
[AMykhailin@veles-capital.ru](mailto:AMykhailin@veles-capital.ru)

### **Василий Данилов**

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[VDanilov@veles-capital.ru](mailto:VDanilov@veles-capital.ru)

### **Елена Кожухова**

Рынок акций, Драгоценные металлы  
[EKozhukhova@veles-capital.ru](mailto:EKozhukhova@veles-capital.ru)

### **Сергей Жителев**

Металлы и добыча, Глобальные рынки  
[SZhitelev@veles-capital.ru](mailto:SZhitelev@veles-capital.ru)

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

[www.veles-capital.ru](http://www.veles-capital.ru)