



## RUSSIAN CORPORATE DEBT RESEARCH

### АПК ОГО-2: справедливый диапазон для покупки 13,5-13,75%

Хорошая ценовая конъюнктура рынков зерна и муки вместе с существенным улучшением ситуации на рынке мяса птицы позволяют нам рекомендовать облигации АПК ОГО-2 к покупке в диапазоне 13,5-13,75% к оферте через 12 месяцев.

Вместе с тем, инвесторы должны четко представлять себе, что эмитент имеет самый большой уровень долга среди сельскохозяйственных компаний на облигационном рынке (Долг/EBITDA за 6M2006 более 8х) и не предоставляет аудированной отчетности.

С другой стороны, участие АПК ОГО в нацпроекте «сельское хозяйство», расширение финансирования государством сельхозпроизводителей через Россельхозбанк, а также налаженный АПК ОГО доступ к рынку капитала должны обеспечить холдингу возможность рефинансирования его заимствований в ближайшие годы.

Помимо этого, ожидаемое увеличение объемов реализации во втором полугодии 2006 года должно позволить ОГО снизить соотношение Долг/EBITDA по итогам года до 6,8.

Выпуск АПК ОГО-2 может быть интересен не только как инвестиционный годовой инструмент, но и со спекулятивной точки зрения: купоны до погашения ОГО-2 известны, доходность к погашению выпуска через 2,5 года составляет 13,5% годовых. В этих условиях оферта является реальным опционом, дающим выпускку дополнительную ценность.

#### Параметры выпуска

Объем – 1,2 млрд руб., полугодовые купоны, срок до погашения – 3 года, оферта на выкуп в августе 2007 года по номиналу. В настоящий момент ОГО-2 торгуется на бирже с доходностью к оферте 13,8%.

#### Рейтинги

ОГО не имеет рейтингов от международных рейтинговых агентств.

#### Профиль эмитента

АПК ОГО - агропромышленный холдинг, созданный в 1988 году и в настоящее время осуществляющий деятельность по следующим направлениям:

- хранение зерна и торговля им – более 20 объектов хранения и распределения зерна;
- производство муки – 7 комбинатов хлебопродуктов;
- производство хлебобулочных изделий (ХБИ) – 4 хлебокомбината;
- производство комбикормов,
- птицеводство (бройлеры и яйцо), переработка мяса птицы – 10 птицефабрик.

#### ОГО-2 '09

|           |                        |
|-----------|------------------------|
| Сектор    | Сельское хозяйство     |
| Bloomberg | APKOGO                 |
| Эмитент   | АПК ОГО                |
| Объем     | 1,2 млрд руб.          |
| Купон     | 12,95%, полугодовой    |
| Оферта    | Август 2007, цена 100% |
| Погашение | Февраль 2009 года      |

*Являясь одним из лидеров с/х рынка, АПК ОГО присутствует на нем с 1998 года*



Холдинг хорошо сбалансирован: каждое из указанных направлений занимает приблизительно одинаковую долю в общем объеме реализации.

Присутствует и синергетический эффект: мука, производимая ОГО, частично используется для производства ХБИ; производимые комбикорма поддерживают собственное производство птицы.

### Структура собственности

АПК ОГО контролируется тремя частными лицами, при этом Илья Александрович Карпов имеет в ней контрольный пакет.

### Рыночные позиции

По результатам 2005 года компания ОГО оценивала свои рыночные доли (в России) по отдельным продуктам следующим образом:

- Мука – 4%
- Комбикорма – 2,5%
- Мясо птицы – 1,3%
- Яйцо – 1,2%
- Зерно – 1%
- ХБИ – 0,75%.

При этом во многих регионах РФ ОГО является рыночным лидером. Например, по муке – в Вологодской, Астраханской и Тульской областях; по кормам – в Вологодской, Астраханской и Курганской областях; по ХБИ – в Туле и Вологде; по мясу птицы – в Архангельске и Вологодской области.

Из представленного списка ясно, что позиции ОГО как холдинга в целом очень сильны в Вологде, Туле, Астрахани, т.е. в центральной России.

### Конъюнктура

Начало 2006 года характеризовалось существенным улучшением ценовых условий на рынке муки и зерна.

**Структура холдинга сбалансирована: основные направления имеют в нем приблизительно одинаковый вес, дополняя друг друга**

**Основным бенефициаром ОГО является Илья Карпов**

**Позиции ОГО очень сильны в Вологодской, Астраханской, Тульской областях, т.е. в центральной России**

**Конъюнктура рынков муки и зерна существенно улучшилась в 2006 году**

**Динамика цен на зерно и муку**



Источник: WJ

Как видно из представленного графика, цена муки высшего сорта в апреле 2006 года была порядка 6750 руб. за тонну против 5500 руб.



годом ранее, в июле 2006 – около 6000 руб. в сравнении с 5250 руб. в июле 2005.

Аналогичная ситуация складывалась и в ценах на пшеницу.

На рынке мяса курицы в последние месяцы также наблюдается существенное оживление, связанное со снижением угрозы птичьего гриппа и, как следствие, ростом спроса населения на курятину.

Хотя проблема птичьего гриппа не имела существенного ценового выражения, она в значительной степени затронула объемы реализации производителей курятины. В результате, во II квартале 2006 года на рынке стала ощущаться устойчивая тенденция к росту объемов реализации по сравнению с 2005 годом.

Отражением этой тенденции в бизнесе АПК ОГО стал тот факт, что за 6 месяцев 2006 года объем продаж бройлеров, поставляемых компанией, составил 11,2 тыс тонн, тогда как за весь 2005 год компания реализовала 13,6 тыс тонн бройлеров.

### Национальный проект «сельское хозяйство»

В 2006 году птицеводство полноправно вошло в национальный проект «сельское хозяйство».

Это означает, что новые проекты компании ОГО в сфере разведения птицы и производства яиц будут иметь поддержку государства в части 67%-ой компенсации ставки рефинансирования по кредитам, привлекаемым на эти цели, из федерального бюджета.

В ряде областей в рамках нац. проекта также имеется возможность компенсировать оставшиеся 33% ставки из региональных бюджетов.

Помимо компенсации процентных платежей, условия кредитования в рамках нацпроекта отличаются более длительными сроками – до 10 лет - и умеренными ставками – порядка 13-14%.

В настоящий момент участие ОГО в нацпроекте не очень значительно: в рамках него птицефабрики холдинга привлекли всего порядка 730 тыс. долл. кредитов. Однако в ближайшем будущем ОГО планирует увеличить эту сумму до 17 млн долл., используя новые средства для реконструкции Шекснинской, Сыктывкарской, Пятигорской птицефабрик и «Череповецкого бройлера».

### Стратегический резерв и интервенция

АПК ОГО, наряду с холдингом Разгуляй, является крупнейшим оператором зерна, хранящегося государством в качестве стратегического резерва, а также для проведения рыночных интервенций.

Так, в настоящий момент на элеваторах ОГО хранится приблизительно 120-125 тыс. тонн государственного зерна из резерва, а также порядка 80-85 тыс. тонн зерна для целей интервенций.

По оценкам компании, по объему хранимого резервного зерна АПК ОГО является лидером среди частных агропромышленных фирм.

Участие в хранении государственного зерна дает АПК ОГО две существенные выгоды:

1. Постоянный, стабильный денежный поток, получаемый в качестве комиссии за хранение зерна, которое закладывается на элеваторы на срок до 5 лет.
2. Возможность получения брокерской выгоды при торговле государственным зерном (как при закладке нового зерна на элеваторы, так и при продаже зерна, выводимого из резерва).

**Рынок мяса курицы во II квартале 2006 года начал восстанавливать объемы после урона, понесенного из-за проблемы птичьего гриппа**

**Проекты АПК ОГО в сфере птицеводства с 2006 года могут получать льготное финансирование в рамках нацпроекта «сельское хозяйство»**

**АПК ОГО является одним из крупнейших партнеров государства в хранении резервного зерна**

**Этот бизнес дает компании стабильный комиссионный доход, а также брокерскую выгоду при торговых операциях с гос. зерном**



Комиссия за хранение зерна уплачивается государством компании ОГО из расчета 40 руб. за тонну в месяц. Таким образом, при текущем объеме хранения (порядка 200 тыс тонн) эта деятельность приносит АПК ОГО доход порядка 3,5 млн долл. в годовом исчислении, не требуя существенных издержек.

### Финансовая отчетность

Компания ОГО готовит отчетность своих подразделений по РСБУ, помимо этого существует неаудированная консолидированная отчетность холдинга.

Последний период, по которому имеются данные – I половина 2006 года.

**АПК ОГО предоставляет неаудированную консолидированную отчетность**

### Финансы АПК ОГО

| Показатели (млн долл.) | 2004  | 2005  | 1Q2006 | 1H2006 | Соотношения (х)     | 2004  | 2005  | 1Q2006 | 1H2006 |
|------------------------|-------|-------|--------|--------|---------------------|-------|-------|--------|--------|
| Продажи                | 396.2 | 350.3 | 63.9   | 140.1  | Валовая маржа       | 12.3% | 9.9%  | 13.5%  | 15.2%  |
| Валовая прибыль        | 48.8  | 34.8  | 8.6    | 21.3   | Маржа EBITDA        | 6.7%  | 7.4%  | 8.7%   | 9.1%   |
| EBITDA                 | 26.5  | 26.0  | 5.6    | 12.8   | Маржа EBIT          | 5.8%  | 6.4%  | 6.9%   | 7.3%   |
| EBIT                   | 22.9  | 22.4  | 4.4    | 10.2   | Чистая маржа        | 0.6%  | 0.5%  | 0.6%   | 0.0%   |
| Чистая прибыль         | 2.3   | 1.9   | 0.4    | 0.0    | Долг/EBITDA         | 4.74  | 6.45  | 8.49   | 8.39   |
| Активы                 | 273.2 | 287.3 | 343.3  | 325.0  | Чист.долг/EBITDA    | 4.59  | 6.33  | 8.32   | 7.90   |
| Основные средства      | 60.9  | 52.7  | 58.3   | 70.1   | EBIT/Проценты       | 1.2   | 1.2   | 1.1    | 1.0    |
| Краткосрочный долг     | 79.5  | 96.9  | 116.1  | 115.2  | Долг/Капитал        | 0.67  | 0.73  | 0.74   | 0.77   |
| Долгосрочный долг      | 46.2  | 71.2  | 73.2   | 100.0  | Долг/Активы         | 0.46  | 0.58  | 0.55   | 0.66   |
| Долг                   | 125.7 | 168.0 | 189.3  | 215.2  | % краткосроч. долга | 63.2% | 57.6% | 61.3%  | 53.5%  |
| Собственный капитал    | 62.1  | 62.8  | 65.5   | 63.3   | Текущая ликвидность | 1.11  | 1.31  | 1.55   | 1.43   |
|                        |       |       |        |        | Быстрая ликвидность | 0.50  | 0.96  | 0.87   | 0.96   |

Источник: Компания

### Прибыли и убытки

Объем реализации АПК ОГО в 2005 году снизился по сравнению с 2004 годом на 11.5%, составив 350 млн долл. Падение продаж стало естественным следствием избавления холдинга от масложирового бизнеса, реализация которого произошла именно в 2005 году.

С точки зрения EBITDA, ситуация обстоит лучше: АПК ОГО последовательно демонстрирует рост маржи, которая за I полугодие 2006 года составила 9,1% в сравнении с 6,7% в 2004 году.

Среди основных причин роста маржи компания называет собственную программу контроля издержек (включающую последовательный перевод птицефабрик на работу с собственными комбикормами), правильный подбор инвестиционных проектов (маржа EBITDA по вновь приобретаемым активам не должна быть ниже 10%), а также существенное улучшение конъюнктуры на рынках куриного мяса, муки и зерна.

### Активы

Валюта баланса – 325 млн долл. в июле 2006 года, на 13% больше, чем в конце 2005 года. Основные средства составляют приблизительно 22% суммарных активов.

В конце I полугодия на балансе ОГО было приблизительно 12 млн долл. денежных средств.

**Объем продаж в 2005 году составил 350 млн долл.**

**ОГО демонстрирует последовательное улучшение маржи EBITDA: 9,1% за 6M2006 года в сравнении с 6,7% в 2004 году**



На конец 2005 года АПК ОГО оценивала рыночную стоимость своих основных средств на уровне 165 млн долл. При этом оценку стоимости активов по направлениям муки-комбикормов и ХБИ производила независимая фирма Baker Tilly Rusaudit, которая оценила активы этих направлений примерно в 90 млн. долл.

### Долг

Главная проблема АПК ОГО на сегодняшнем этапе – высокий уровень долга, являющийся следствием осознанной политики компании по достижению быстрого роста за счет большого финансового рычага.

Финансовый долг компании составил в июле 2006 года 215 млн долл. в сравнении со 168 млн долл. в конце 2005 года. Основным драйвером роста задолженности стало размещение облигационного выпуска АПК ОГО-2 (~40 млн долл.), которое произошло в феврале 2006 года.

Соотношение Долг/EBITDA было в июле 2006 года на уровне 8.39 против 6.45 в 2005 году.

В конце I полугодия финансовый долг составлял 66% от валюты баланса, тогда как шестью месяцами ранее это соотношение было равно 58%.

В настоящий момент на рынке обращаются два выпуска АПК ОГО – АПК ОГО-1 (1,1 млрд руб.) и АПК ОГО-2 (1,2 млрд руб.).

ОГО-1 погашается в апреле 2007 года, поэтому очень вероятно, что для рефинансирования этой бумаги АПК ОГО будет привлекать дополнительные долговые ресурсы.

Помимо облигаций, на балансе компании находится приблизительно 135 млн долл. банковских кредитов, которые были получены от крупных российских банков, а именно Сбербанка, Импексбанка, Уралсиба, Россельхозбанка и т.д.

### Публичная долговая история

Компания ОГО не является новичком на публичном долговом рынке. В 2001 и 2003 годах компания успешно погасила свои облигационные выпуски на суммы 140 и 250 млн руб. соответственно.

Как мы уже говорили, в настоящий момент на рынке обращаются два займа компании – АПК ОГО-1 и АПК ОГО-2 на общую сумму 2,3 млрд руб.

Таким образом, выпуск АПК ОГО-2 является уже четвертым по счету из размещенных компанией.

### Кредиты Россельхозбанка

Государственная программа финансирования сельскохозяйственной отрасли посредством Россельхозбанка имеет большое значение для функционирования всего сельхозсектора, включая и АПК ОГО.

Плюсы кредитования Россельхозбанком в сравнении с другими банками:

- Больше понимание заемщика, его экономического цикла;
- Более адекватная (для заемщика) оценка залога, меньшие дисконты;
- Относительно дешевые ресурсы за счет высокого кредитного качества самого Россельхозбанка.

В настоящий момент в структуре долга ОГО кредиты Россельхозбанка занимают порядка 9,5 млн долл, т.е. около 5%, однако в будущем эта доля будет постепенно возрастать.

**Рыночная стоимость имущества компании по направлениям муки-комбикормов и ХБИ получила независимую оценку от Baker Tilly Rusaudit**

**Высокий уровень долга является основной проблемой компании ОГО на текущем этапе: соотношение Долг/EBITDA за 6М2006 превысило 8х**

**Эмитент имеет хорошую публичную долговую историю: АПК ОГО-2 является уже четвертым займом, размещенным на рублевом рынке**

**Государственное финансирование с/х отрасли через РСХБанк дает ОГО доступ к финансовым ресурсам на более выгодных условиях**



### Ликвидность

Улучшение понимания АПК ОГО инвесторами, происходящее, в том числе, и за счет последовательного обращения компании к услугам публичного рынка, дает ОГО возможность перейти к привлечению более долгосрочных долговых ресурсов.

Именно из-за этого ликвидность АПК ОГО постепенно улучшалась, начиная с 2005 года. Коэффициент текущей ликвидности компании в июле 2006 года был равен 1.43 против 1.31 в 2005 и 1.11 в 2004 годах.

Доля краткосрочного долга в общей структуре задолженности сократилась до 53,5% в сравнении с 57,6% шестью месяцами ранее и 63,2% в 2004 году.

Что касается покрытия процентных платежей, соотношение EBIT/проценты оставалось за весь наблюдаемый период приблизительно равным 1.

В целом, ликвидность компании выглядит сейчас вполне адекватной, принимая во внимание большую долговую нагрузку АПК ОГО.

### Прогнозы на 2006 год

Компания планирует выйти в 2006 году на объем реализации порядка 375 млн долл., при этом сумма долга на конце года должна составить 225 млн долл.

Если предположить, что маржа EBITDA останется на уровне 6M2006, т.е. порядка 9%, EBITDA, заработанная за год, составит 33 млн долл.

При уровне долга 225 млн долл. и EBITDA 33 млн долл. соотношение Долг/EBITDA по 2006 году будет равно 6,8, т.е. практически вернется к уровню 2005 года.

### Плюсы и минусы

Позитив:

- Очевидное улучшение ценовой и потребительской конъюнктуры в ключевых рыночных сегментах
- АПК ОГО – один из очевидных лидеров с/х отрасли
- Ожидаемое снижение соотношения Долг/EBITDA
- Участие ОГО в нацпроекте по АПК дает доступ к дешевому финансированию птицеводства
- Присутствие Россельхозбанка на кредитном рынке также облегчает ОГО доступ к финансовым ресурсам
- Хороший уровень краткосрочной ликвидности
- Позитивная кредитная история на публичном рынке

Негатив:

- Очень высокий уровень долговой нагрузки
- Отсутствие аудированной консолидированной отчетности.

### АПК ОГО и рынок рублевых облигаций

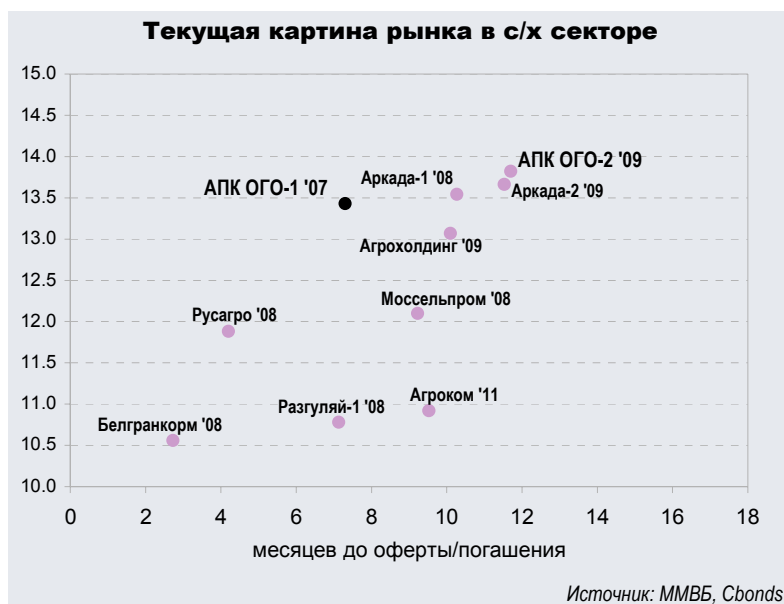
В последнее время многие компании, имеющие отношение к сельскому хозяйству, разместили свои публичные обязательства, что отражает общую тенденцию сектора в направлении большей прозрачности и открытости для инвесторов.

*Размещение облигационных займов позволило АПК ОГО существенно улучшить краткосрочную ликвидность: current ratio составило 1,43 в июле 2006 года*

*В 2006 году объем продаж ожидается на уровне 375 млн долл, соотношение Долг/EBITDA – 6,8, т.е. близко к показателю 2005 года*



Для целей нашего анализа мы отобрали несколько выпусков, которые в наибольшей степени сравнимы с ОГО по профилю своих эмитентов. Текущее положение этих облигаций представлено на следующем графике.



В представленной ниже таблице проводится финансовое сравнение АПК ОГО с частью эмитентов, представленных на графике.

**Финансы АПК ОГО и его конкурентов за 6М2006**

| млн долл.              | ОГО<br>(RAS) | Аркада<br>(RAS) | Русагро*<br>(Anaudited) | Разгуляй*<br>(IFRS) | Агрохолдинг<br>(Anaudited) | Белгранкорм<br>(RAS) |
|------------------------|--------------|-----------------|-------------------------|---------------------|----------------------------|----------------------|
| Продажи                | 140          | 108             | 837                     | 687                 | 43                         | 52                   |
| ЕВIT                   | 10.2         | 6.3             | 120.9                   | 65.0                | 3.9                        | 7.0                  |
| ЕВITDA                 | 12.8         | -               | 142.9                   | 90.0                | 6.0                        | -                    |
| Активы                 | 325          | 149             | 593                     | 703                 | 123                        | 128                  |
| Капитал                | 63           | 32              | 0                       | 384                 | 56                         | 38                   |
| Долг                   | 215          | 86              | 178                     | 177                 | 48                         | 80                   |
| Норма ЕВIT             | 7.3%         | 5.9%            | 14.4%                   | 9.5%                | 9.0%                       | 13.4%                |
| Норма ЕВITDA           | 9.1%         | -               | 17.1%                   | 13.1%               | 14.1%                      | 13.4%                |
| Текущая ликвидность    | 1.4          | 1.5             | 0.7                     | 1.4                 | 1.2                        | 5.3                  |
| % краткосрочного долга | 53.5%        | 42.0%           | 100.0%                  | 60.5%               | 60.7%                      | 0.0%                 |
| Долг/Капитал           | 77.0%        | 73.0%           | 100.0%                  | 31.6%               | 45.8%                      | 67.5%                |
| Долг/Активы            | 66.0%        | 57.8%           | 30.0%                   | 25.2%               | 38.8%                      | 62.1%                |
| Долг/ЕВITDA            | 8.4          | -               | 1.3                     | 2.0                 | 3.8                        | -                    |
| Долг/ЕВIT              | 10.6         | 6.6             | 1.5                     | 2.7                 | 6.0                        | 5.6                  |
| ЕВITDA/Проценты        | 1.3          | -               | 18.1                    | 3.5                 | 1.8                        | -                    |
| ЕВIT/Проценты          | 1.0          | 1.5             | 15.3                    | 2.5                 | 1.1                        | 2.0                  |

\* данные за 2005 год

Источник: Компании

Таблица показывает, что наиболее близкой компанией сектора к ОГО по кредитному качеству являются АПК Аркада, а также Агрохолдинг и Белгранкорм.

При этом однозначным лидером отрасли является очень хорошо известный на рынке холдинг Разгуляй, который, во первых, существенно превосходит своих конкурентов (кроме Русагро) по масштабу операций (687 млн долл. продаж в 2005 году), и к тому же является единственной сельхозкомпанией на рынке, публикующей отчетность по МСФО.

Облигации Белгранкорма в настоящий момент не интересны для анализа, поскольку у них остается всего около 3 месяцев до оферты.

**АПК Аркада и Агрохолдинг наиболее близки к ОГО по кредитному качеству, однако текущий уровень долга у АПК ОГО заметно больше**



С нашей точки зрения, АПК Аркада и Агрохолдинг трудно отличить друг от друга по кредитному качеству, поскольку оба эмитента не предоставляют аудированную отчетность, при этом Агрохолдинг имеет относительно меньший уровень долга, однако АПК Аркада более чем вдвое превосходит Агрохолдинг по продажам за 6М2006 года.

Таким образом, основной причиной того, что облигации АПК Аркада (Аркада-2 — 13,7% к оферте через 11 мес.) торгуются выше Агрохолдинг-1 (порядка 13% на 10 мес.) мы считаем низкую ликвидность бондов Аркады, которые имеют малый объем (600 и 700 млн руб. соответственно). Если бы этот фактор был устранен, выпуск Аркада-1 с большой вероятностью торговался бы на уровне Агрохолдинг-1.

АПК ОГО превосходит Аркаду по масштабу бизнеса (продажи 140 млн в сравнении со 108 млн долл.), однако уровень долга АПК ОГО также существенно выше, чем у АПК Аркада (Долг/ЕВІТ 10,6 против 6,6 у Аркады) и, тем более, Агрохолдинга. Фактор высокой долговой нагрузки в кредитной оценке ОГО является преобладающим.

В результате, мы приходим к выводу, что **в настоящий момент справедливым диапазоном доходности для покупки АПК ОГО-2 можно считать 13,5-13,75% к оферте через 12 месяцев.**

В перспективе полугода, когда компания сможет продемонстрировать улучшение своих кредитных метрик, и доходность к оферте снизится, инвесторам вполне может стать интересной «дальняя» точка выпуска, в результате чего АПК ОГО-2 будет торговаться к погашению, что создаст бумаге дополнительный спекулятивный апсайд.

***Аркада торгуется выше Агрохолдинга, в основном, из-за низкой ликвидности ее выпусков***

***Справедливым положением Аркады является уровень 13%, при этом АПК ОГО-2 должно торговаться с небольшой премией к Аркаде и Агрохолдингу***

***Справедливым диапазоном для покупки ОГО-2 мы считаем 13,5-13,75%***

***При существенном снижении доходности дюрация ОГО-2 составит порядка 2 лет из-за перехода бумаги от торговли к оферте к торговле к погашению***




---

**Fixed Income**


---

**Head of Fixed Income**

Alexander Pugach, apugach@uralsib.ru

**Sales**

Sergey Shemardov, head of sales, she\_sa@uralsib.ru  
 Elena Dovgan, sales-manager, dov\_en@uralsib.ru  
 Anna Karpova, sales-manager, kar\_am@uralsib.ru  
 Tatiana Arkhipova, sales-manager, tarkhipova@uralsib.ru  
 Dmitry Kuznetsov, sales-manager, KuznetsovDE@uralsib.ru

**Trade**

Andrew Borisov, senior trader, bor\_av@uralsib.ru  
 Vyacheslav Chalov, trader, chalovVG@uralsib.ru

**Research**

Dmitry Dudkin, head of research, DudkinDI@uralsib.ru  
 Anastassia Zaleskaya, senior analyst, zal\_av@uralsib.ru  
 Kiti Pantskhava, analyst, PantskhavaKS@uralsib.ru  
 Nadezhda Myrsikova, junior analyst, myr\_nv@uralsib.ru

---

**Capital Markets**


---

Ilya Zimin, director, zimin@uralsib.ru  
 Guzel Timoshkina, director, tim\_gg@uralsib.ru

Victor Orekhov, senior associate, ore\_vv@nikoil.ru

---

**RESEARCH**


---

**Head of Research**

Vladimir Savov, sav\_vn@uralsib.ru

Konstantin Chernyshev, che\_kb@uralsib.ru

**Strategy**

Natalia Maiorova, mai\_ng@uralsib.ru

**Metals & Machinery**

Senior analyst: Kirill Chuiko, chu\_ks@uralsib.ru  
 Dmitry Smolin, smolindv@uralsib.ru

**Telecommunications**

Konstantin Chernyshev, che\_kb@uralsib.ru  
 Stanislav Yudin, yud\_sa@uralsib.ru

**Oil & Gas**

Caius R. Rapanu, rap\_ca@uralsib.ru  
 Alex N. Kormschikov, kor\_an@uralsib.ru

**Banking**

Vladimir Tikhomirov, tih\_vi@uralsib.ru  
 Maria Plotnikova, plo\_my@uralsib.ru

**Consumer Goods / Retail, Transportation**

Andrey Nikitin, Nikitin\_AI@uralsib.ru

**Politics & Economics**

Vladimir Tikhomirov, tih\_vi@uralsib.ru

**Editorial & Production**

Mark S. Bradford, bra\_ms@uralsib.ru

Andrei Pyatigorsky, pya\_ae@uralsib.ru

Julia Prokopenko, pro\_ja@uralsib.ru

Julia Kruchkova, kru\_jo@uralsib.ru

Olga Simkina, sim\_oa@uralsib.ru

Olga Simkina, sim\_oa@uralsib.ru

**Internet / Design / Data Specialist**

Andrei Bogdanovic, BogdanovicAS@uralsib.ru

This report is provided for informational purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer or a solicitation of an offer. While all reasonable care has been taken in the preparation of this report, URALSIB Capital makes no representation or warranty, express or implied, to its accuracy or completeness. No one shall take any investment decision in reliance on this report. Neither URALSIB Capital nor its agents nor affiliates accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. The information is the exclusive property of URALSIB Capital and may not be reproduced or distributed without prior written permission.

© URALSIB Capital 2005