



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

НУТРИТЕК

МОЛОЧНЫЕ РЕКИ, КИСЕЛЬНЫЕ БЕРЕГА...

Нутритек является крупным игроком в молочной отрасли России, занимая третье место в отрасли по объему производства

Компания является крупнейшим производителем детского питания в России и занимает третье место по доле рынка

Большой запас производственных мощностей и собственная сырьевая база создают хороший запас для роста Компании

Выручка и Ebitda компании демонстрируют стабильный рост на фоне контроля над ростом расходов и умеренной долговой нагрузкой

По показателям рентабельности и удельной долга, Нутритек превосходит все компании пищевой отрасли, обращающиеся на рынке

Наш прогноз финансовых показателей Компании на 2005-2006гг показывает сохранение долговой нагрузки на достаточно умеренном уровне

Мы оцениваем справедливую доходность выпуска Нутритек'09 к годовой оферте на уровне 11,25-12,0% годовых

Положительные факторы кредитного качества

- Опытный менеджмент с многолетним опытом работы в молочном бизнесе
- Третье место по объему производства в молочной отрасли России
- Крупнейший производитель детского питания в России, третье место по доле рынка
- Стабильная сырьевая база
- Устойчивое и прогрессивно улучшающееся финансовое положение и умеренная долговая нагрузка
- Возможная финансовая поддержка акционеров

Факторы, ограничивающие кредитное качество

- Неопределенность в отношении успеха достаточно агрессивных планов развития Компании
- Рост рабочего капитала, ограничивающего ликвидность Компании

Профиль компании

Группа Нутритек (далее «Группа», «Компания», или «Нутритек»), основанная в 1990г., представляет собой динамично развивающуюся компанию, производящую широкий ассортимент молочной продукции, а также продуктов детского и специального питания. Группа Нутритек входит в тройку ведущих игроков на национальном рынке молочной продукции и занимает существенную долю рынка – от 15% до 55% на ключевых региональных рынках. Группа также является одним из лидеров на рынке продуктов детского питания и

Нутритек '09

Размещение	Июнь-05
Эмитент	ОАО «Нутринвестхолдинг»
Поручители	ОАО «Нутринвест», ЗАО «ТК «Нутритек», ОАО «Ярославский Хладокомбинат», ЗАО «Компания «Нутритек»
Объем выпуска	1 200 млн руб.
Погашение	4 года
Оферта	1 год по 100%
Купон	квартальный. 1-4 купоны - определяются на конкурсе. 5-16 купоны - определяет эмитент.
Организатор	ФК Уралсиб

Финансовые показатели группы Нутритек

млн руб.	2003	2004*	2005П**	2006П**
Объем продаж	3 461	4 873	5 604	6 445
EBITDA	544	796	925	1 063
Норма EBITDA	15,7%	16,3%	16,5%	16,5%
Суммарные активы	3 412	3 573	5 717	6 361
Собственный капитал	1 699	1 817	2 410	2 792
Общий долг	523	1 661	2 497	2 497
Долг/Капитал	23,5%	47,8%	50,9%	47,2%
Долг/Активы	15,3%	46,5%	43,7%	39,3%
Долг/EBITDA	1,0	2,1	2,7	2,3
EBITDA/Проценты	313,8	9,0	3,4	3,3

Источник: Нутритек, оценка ФК УРАЛСИБ

* с учетом забалансовых обязательств

** исходя из прогноза роста выручки в 15%



единственным в России производителем специализированного лечебного питания.

Оборот Группы в 2004г. составил 170 млн долл. (без учета вновь приобретенных активов), из которых 106 млн долл., или около 62%, приходится на предприятия стратегической бизнес-единицы «Молочная продукция» и 64 млн долл., или 38%, на бизнес-единицу «Детское питание». В 2004г. Группа произвела около 1,23 тыс тонн специального и лечебного питания, 19,4 тыс тонн детского питания, 22 тыс тонн сухого молока и 116 тыс тонн молочной продукции.

Портфель производственных активов Компании диверсифицирован по географии и охватывает Северо-западный, Центральный и Восточный регионы России, а также Украину и Эстонию.

Для повышения эффективности ведения бизнеса в 2004г. Группа Нутритек консолидировала свой бизнес по двум направлениям: «Молочная продукция», состоящее из семи производственных предприятий и «Детское питание», включающее трех российских производителей детского питания и эстонский молочный комбинат Estmilk. В 2005г., и после завершения сделки, в состав этой бизнес-единицы «Детское питание» войдет и крупнейший производитель детского питания на Украине – «Хорольский молочно-консервный комбинат».

Стратегия Компании

Группа определила следующие стратегические направления:

- Рост выручки компании за счет увеличения загрузки производственных мощностей и расширения географии бизнеса
- Рост рентабельности за счет снижения себестоимости и увеличения доли продукции с высокой добавленной стоимостью
- Создание национальных брендов и национальной системы дистрибуции

Рынок молочной продукции

Компания является лидером на региональных рынках молочной продукции, занимая на отдельных рынках от 15 до 55% рынка

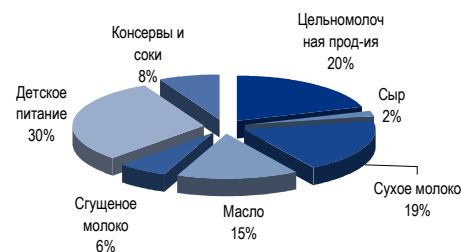
Рынок молочной продукции является сезонным, фрагментированным и регионально-ориентированным по характеру, зависящим в большей степени от предложения сырого молока – основного компонента молочных продуктов.

На рынке работает около 3 тыс. производителей, в то время как только 6 компаний контролируют около 35% рынка. Крупнейшим игроком по-прежнему является Вимм-Биль-Данн (ВБД), который контролирует около 24% рынка, заметно опережая Юнимилк с 5%, Danone с 2,8% и Ehrmann с 1,6% рынка. Несмотря на скромную долю на национальном рынке, составляющую около 1%, компания является лидером региональных рынков молочной продукции. Поскольку сектор по-прежнему имеет региональную концентрацию и специфику, мы обращаем особое внимание на позицию Компании в регионах, где она занимает от 15 до 55% локального рынка (см. график)

Нутритек развивается за счет органического роста и приобретения производственных активов

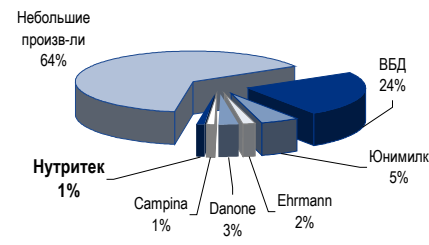
За последние несколько лет Компания успешно и динамично развивалась благодаря органическому росту и за счет приобретения новых производственных активов. Так в 2004г. Компания приобрела

Структура совокупного оборота Группы в 2004г



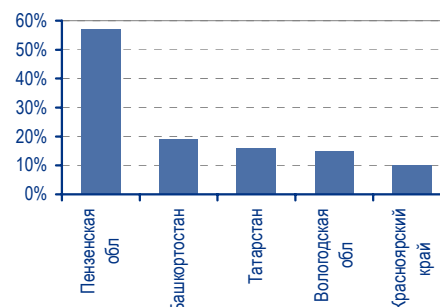
Источник: Нутритек

Основные игроки на рынке молочной продукции России в 2004 г., %.



Источник: Нутритек

Доля Нутритека по молочной продукции на региональных рынках в 2004г.



Источник: Нутритек



следующие активы:

- Холдинг Estmilk, Эстония. Данное приобретение позволит Компании выйти на новый рынок, обеспечить доступ к высококачественной сырьевой молочной базе с годовой мощностью производства более 25 тыс. т молока и создать стратегически важную платформу для потенциального выхода на рынки Европейского Содружества. По оценке Компании, выручка и Ebitda предприятия в 2003г. составили порядка 26,4 и 4,2 млн долл. соответственно.
- Агрохолдинг «Заря», Вологодская обл. Данный актив позволит Компании увеличить поставку сырого молока до 100-110 тонн в день, обеспечить стабильность поставок сырья с более низкой себестоимостью и лучшим качеством. По оценке Компании, выручка и Ebitda предприятия в 2003г. составили около 6,0 и 1,0 млн долл. соответственно. Сырое молоко планируется использовать как сырье для производства различных молочных продуктов, поэтому реальный вклад в выручку и Ebitda Группы оценить сложно.

Учитывая лишь вклад от приобретенного в 2004г. Estmilk, выручка и Ebitda Компании увеличится, как минимум, на 26,4 млн долл., и 4,2 млн долл., что соответствует росту на 15,2% и 16,5% соответственно. Оценить насколько позитивно повлияет приобретение Зари на рост выручки Компании сложно, так как сырое молоко будет использоваться как сырье, но мы ожидаем, что увеличение собственной сырьевой базы не только позволяет уменьшить себестоимость продукции, но и создает предпосылки для дальнейшего роста производства.

Новые приобретения снижают зависимость компании от поставщиков сырья

За последние 10 лет, производство сырого молока в России сократилось с 12 млн тонн в год на конец 1993г. до 5 млн тонн в год на конец 2003г, главным образом по причине значительного сокращения поголовья коров, упавшим за тот же период с 25 млн голов до 15 тыс. голов. На подобном негативном фоне стабильность, качество и себестоимость сырья становятся одними наиболее значимыми факторами при производстве молочных продуктов. За счет приобретения агрохолдинга Заря и эстонского Estmilk, Компания уменьшила свою зависимость от поставщиков сырого молока. Планируемое приобретение на Украине также поможет дальше укрепить собственную сырьевую базу.

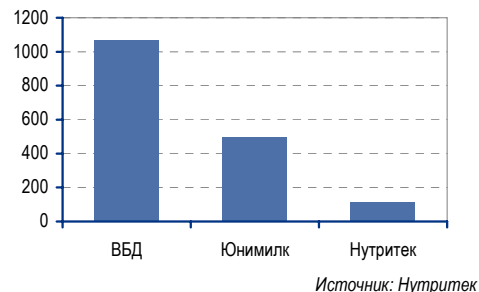
Темпы роста компании превысят рост ВВП и пищевого сектора

Мы обращаем внимание на здоровый макроэкономический климат, создающий положительные предпосылки для дальнейшего роста пищевого сектора в целом, и Компании в частности. За последние 5 лет, среднегодовой рост пищевой промышленности составил около 7%, несколько опережая рост ВВП, составившего около 6,7% за тот же период. Мы полагаем, что и в среднесрочной перспективе органический рост сектора приблизится или скромно опередит рост ВВП. Лучше выглядит показатель роста молочной продукции, который составил за период 1999-2003гг. порядка 9-10% в натуральном выражении и около 15-20% в денежном выражении.

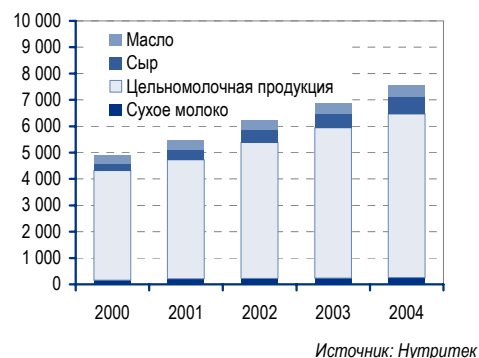
Мы полагаем, что Компания имеет потенциал более динамичного развития, чем темпы роста ВВП и пищевого сектора, обусловленный резервом производственных мощностей и экспансивной политикой Компании, нацеленной на дальнейший рост доли рынка.

Рынок молочной продукции претерпит значительные структурные изменения, создавая перспективы для роста Компании

Производство молочной продукции в 2004 г., тыс. тонн.



Объем рынка молочной продукции в России, тыс. тонн.





В перспективе ожидается, что рынок молочной продукции претерпит значительные структурные изменения, как в отношении возможной консолидации сектора, так и в отношении изменения вкусовых привычек. Хотя потребление молока на душу населения в России превышает этот показатель в Европейских странах и США, по потреблению йогурта или сыра Россия значительно отстает. Если ориентироваться на показатели Европейских стран, то в России есть предпосылки для роста спроса на продукцию с большей добавленной стоимостью (сложно-молочных продуктов), таких как сыр и йогурт. Спрос на такие продукты будет зависеть от нескольких факторов, включая активную рекламу новых и существующих продуктов, которая сейчас широко ведется участниками рынка, и изменение вкусовых предпочтений по мере улучшения уровня жизни российских потребителей. Мы считаем, что Компания может косвенно выиграть от рекламы конкурентов, пытающихся расширить рынок потребления сложно-молочных продуктов в ситуации, когда лояльность брендов, особенно в регионах, только формируется и предложить российскую альтернативу западным продуктам.

Рынок продуктов детского питания

На сегодняшний день, российский рынок детского питания достаточно фрагментирован и сегментирован. Около 42% рынка контролируется тремя игроками, из которых около 10% приходится на долю Нутритика. По объемам продаж, Компания уступает лишь иностранным производителям Nutricia и Nestle, которые контролируют около 19% и 13% соответственно, но занимает лидирующую позицию среди российских производителей.

Рынок детского питания можно разделить на 3 широких сегмента: заменитель женского молока, составляющий около 70% рынка, где Компания контролирует около 12% сегмента; детские каши, составляющие порядка 17% рынка, где Компания имеет около 14% сегмента; и пюре/соки, составляющие около 13% рынка, где Компания контролирует около 9% сегмента.

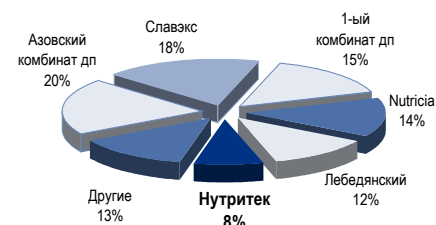
Перспективы роста рынка продуктов детского питания обусловлены ростом уровня жизни россиян, растущей урбанизацией, улучшением информированности о преимуществах детского и специального питания, а также постепенно укрепляющейся детской демографией.

Группа Нутритек стала первой и единственной российской компанией, которая инвестировала строительство «с нуля» завода по производству высокоспециализированных продуктов для лечебного питания детей и взрослых, ранее не производившихся на территории России и СНГ. В 2002г. в подмосковном г. Истра был построен и открыт самый современный в Европе завод детского и специального питания, рассчитанный на производство около 1,5 тыс тонн сухих продуктов, 6 тыс тонн жидких стерилизованных продуктов, а также 11 тыс тонн воды для приготовления детского питания.

Продукция Нутритика не уступает в качестве импортным альтернативам, но обладает существенным ценовым преимуществом над импортными продуктами и, соответственно, прочными предпосылками для увеличения рыночной доли. Так розничная цена за кг стандартного заменителя молока, произведенного Компанией, составляет около 5,9 долл. по сравнению с 8,4 долл. у Nestle и 11,7 долл. у Nutricia. Мы предполагаем, что планируемые Компанией рекламные акции и координированный маркетинг позволят не только дифференцировать продукты компании по цене, улучшить их узнаваемость и лояльность покупателей, но и пошатнуть сложившееся понятие о соответствии цены импортных товаров их качеству.

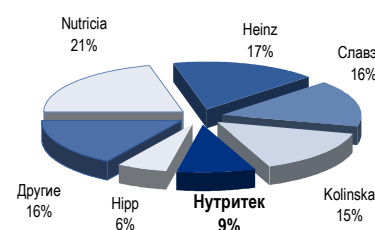
Компания продолжает расширять бизнес за пределы России и находится в процессе приобретения Хорольского МКК на Украине - крупнейшего производителя детского питания и крупнейшего

Рынок детских соков и пюре в России: крупнейшие производители



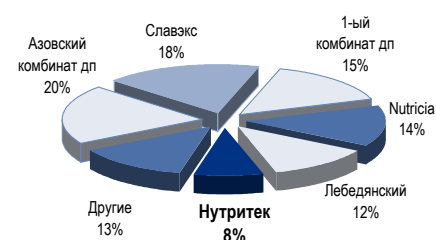
Источник: Нутритек

Рынок детских каш в России: крупнейшие производители.



Источник: Нутритек

Рынок детских соков и пюре в России: крупнейшие производители



Источник: Нутритек



экспортера сухих продуктов на Украине. Данный актив позволит увеличить выручку и Ebitda Компании в 2005г. как минимум на 13,0 млн долл. и 3,2 млн долл. соответственно.

Финансовый анализ

Мы считаем, что кредитоспособность эмитента займа ОАО «Нутринвестхолдинг» зависит от кредитного качества Группы Нутритек и в дальнейшем концентрируемся на анализе кредитоспособности Группы в целом. Финансовый анализ проводился на основании сводной финансовой отчетности Группы Нутритек, подготовленной в соответствии с нормами РСБУ. В настоящее время Группа находится в процессе подготовки консолидированной финансовой отчетности по МСФО.

Норма Ebitda компании продолжила рост, превысив в 2004г. 16% в сравнении с 15,7% в 2003г. и 10,2% в 2002г.

За последние два года, основные операционные и финансовые показатели Компании улучшились. По нашим подсчетам, выручка Компании в 2004г. выросла на 41% до 4,9 млрд рублей (или около 169 млн. долл.) по сравнению с предыдущим годом, благодаря продолжившемуся росту производства по всем основным категориям продукции и на фоне роста цен на конечную продукцию. Компания показала Ebitda в размере около 796 млн руб. (или около 18 млн. долл.), что на 46% выше этого показателя за 2003г. Несмотря на растущую деятельность, Компании удалось контролировать расходную часть, и более того, улучшить рентабельность Ebitda с 15,7% в 2003г. до 16,3% в 2004г. за счет некоторого снижения коммерческих и управленческих расходов. Сравнивая норму Ebitda Компании с этим показателем у других игроков пищевой индустрии, Нутритек выглядит более привлекательно: норма Ebitda у ВБД составила на конец 2004г. около 8,1%, а у недавно прошедших облигационное размещение Нидана и ПИТа этот показатель составил порядка 10,5% и 10,9% за тот же период соответственно.

Общая долговая нагрузка на конец 2004г. осталась умеренной, показатель Долг/Ebitda составил порядка 2,5х

Анализируя кредитное качество Компании и ее долговую нагрузку, мы увеличили общий долг Компании на величину забалансовых долговых обязательств, которые на конец 2004г. составили около 749 млн руб (или около 27 млн долл.). В результате, общий долг Компании на конец 2004г. составил около 1,661 млрд руб. (или около 59 млн долл.), по сравнению с 523 млн руб. (или 18 млн долл.) долга на балансе в предыдущем году.

Несмотря на заметный рост долга, связанный главным образом с вышеупомянутыми приобретениями активов в 2004г., общая долговая нагрузка на конец 2004г. осталась умеренной и показатель Долг/Ebitda составил порядка 2,1х, по сравнению с 0,9х в 2003г. Покрытие процентных расходов, выраженное показателем Ebitda/процентные расходы, составило около 9,0х, по сравнению с очень высоким показателем за прошлый год, который превысил 300,0х и явился результатом чрезвычайно низкой доли долга в капитальной структуре Компании.

Сравнивая коэффициенты кредитного качества Компании с показателями у группы сравнимых компаний, очевидно, что долговая нагрузка Нутритека находится на низком уровне и имеет значительный резерв повышения до того уровня, где это может вызывать серьезные опасения. Соотношение Долг/Ebitda Компании значительно ниже, чем у ВБД, у которого он составил около 5,9х за 2004г, и превысил умеренный уровень. Долговая нагрузка Компании также существенно ниже, чем этот показатель у Нидана и ПИТа. Аналогично, Компания выделяется среди своих «одногруппников» высокой степенью покрытия процентных расходов из-за низкого уровня долга и относительно дешевых привлеченных кредитов.

Группа Нутритек в сравнении с компаниями отрасли

млн руб.	ВБД	Нутритек	Нидан	ПИТ	Балтимор*
Отчетность	GAAP 04	Управл 04	МСФО 04	МСФО 04	РСБУ 04
Объем продаж	34 261	4 873	4 887	6 328	2 881
EBITDA	2 792	796	512	688	146
Норма EBITDA	8,1%	16,3%	10,5%	10,9%	5,1%
Суммарные активы	22 090	3 573	4 655	9 504	2 485
Собств капитал	6 308	1 817	1 415	4 252	445
Общий долг	16 600	1 960	2 300	2 705	1 337
Долг/Капитал	72,5%	51,9%	61,9%	38,9%	75,0%
Долг/Активы	75,1%	54,9%	49,4%	28,5%	53,8%
Долг/EBITDA	5,9	2,5	4,5	3,9	9,2
EBITDA/Проценты	6,6	9,0	2,7	2,4	1,6
Рейтинг НКойл	B+	B	B-	C+	C+

Источники: данные компаний, оценка ФК УРАЛСИБ

* используется показатель EBIT

Долговая нагрузка Нутритека остается умеренной. На конец 2004г. показатель Долг/Ebitda составил порядка 2,1х, а Ebitda/процентные расходы - около 9,0х

В сравнении с компаниями пищевой отрасли долговая нагрузка Нутритека находится на низком уровне и имеет значительный резерв для повышения

***Улучшающаяся операционная эффективность способствует укреплению ликвидности Компании***

Прогрессивно улучшающаяся операционная эффективность продолжила способствовать укреплению ликвидности Компании. Ebitda в 2004г. выросла на 46% до 796 млн. руб. и средства Компании были главным образом направлены на фондирование рабочего капитала, финансирование капитальных вложений и частично на покрытие инвестиционной программы. Весь новый долг, составивший в 2004г. около 1,4 млрд руб., был направлен на финансирование новых приобретений и модернизацию существующих производственных мощностей.

Главным фактором, сдерживающим дальнейшее улучшение ликвидности Компании, является, на наш взгляд, необходимость фондирования рабочего капитала для поддержки высоких темпов роста, но усилия Компании по улучшения системы дистрибуции, укрепления собственной сырьевой базы и продолжение работы с поставщиками на основе долгосрочных договоров уменьшают негативный эффект от роста рабочего капитала. Кроме того, Компания не предполагает дальнейших существенных приобретений в краткосрочной перспективе, но планирует капитальные вложения, связанные с модернизацией производства.

Прогноз основных показателей на 2005-06гг.

Учитывая вклад приобретенных активов в 2004г. и за счет увеличения продаж, согласно прогнозам менеджмента консолидированная выручка на конец 2005г. продолжит значительный рост на 37,7% и составит порядка 6,5 млрд руб (около 233 млн долл.). Аналогично, показатель Ebitda сохранит положительный тренд и укрепится на уровне 1,1 млрд. руб. (41 млн. долл.), отражая рост на 43% по сравнению с предыдущим годом. Компания полагает, что принятые в 2004г. меры по улучшения эффективности операционного процесса принесут плоды уже в этом году, тем самым прогнозируя улучшение нормы Ebitda на 120 б.п. до 17,5%.

Показатель Долг/Ebitda на конец 2005г. может установиться на уровне около 2,2х, а к концу 2006г имеет потенциал дальнейшего улучшение до уровня ниже 2,0х

Большая часть размещаемого облигационного выпуска будет направлена на рефинансирование существующих обязательств. Мы предполагаем, что в результате выпуска общим объемом 1,2 млрд руб. общий долг увеличится примерно на 365 млн руб. Таким образом, даже после размещения облигационного выпуска, долговая нагрузка Компании не увеличится, а наоборот имеет потенциал для снижения. Так при росте выручки Компании на 34% и улучшении нормы Ebitda до 17%, показатель Долг/Ebitda на конец 2005г. может установиться на уровне около 2,2х, а Ebitda/процентные расходы на уровне 4,2х, при отсутствии дополнительных кредитов. Если прогноз Компании по росту выручки на 70% и дальнейшего укрепления нормы Ebitda до уровня 20% к 2006г. материализуется, показатель Долг/Ebitda установится на рекордно низком уровне 1,1х, а Ebitda/процентные расходы составит порядка 7,0х.

Компания прогнозирует, на наш взгляд, достаточно консервативные чистые денежные потоки (после оплаты процентных расходов, налогов на прибыль и фондирования рабочего капитала) на уровне 70 млн. руб. (2,5 млн долл.) и 326 млн. руб. (11,7 млн долл.) в 2005г. и 2006г. соответственно. Программа модернизации производственных мощностей, планируется за счет привлечения дополнительного акционерного капитала и существенное увеличение долговых обязательств, в краткосрочной перспективе, Компания не прогнозирует.

Увеличение рабочего капитала, необходимого для дальнейшего

На 2005г. Компания прогнозирует рост продаж на 38% и улучшение нормы Ebitda до 17.5%

На конец 2005г. показатель Долг/Ebitda может установиться на уровне около 2,2х, а к 2006г. снизиться до 1,1х



роста Компании, станет, пожалуй, одним из основных факторов, ограничивающих дальнейшее укрепление кредитного качества Компании.

Кредитные показатели демонстрируют прочность, даже не учитывая потенциальное улучшение операционных и финансовых показателей

Основываясь на нашем анализе, даже при скромном прогнозе роста выручки в 15%, отражающим лишь вклад от приобретенного в 2004г. Estmilk, игнорируя рост инфляции и «заморозив» норму Ebitda на уровне 2004г., Долг/Ebitda в 2005г. сохранится на умеренном уровне около 2,7х, а в 2006г. составит порядка 2,3х. Ebitda/процентные расходы в этот же период составит 3,4х и 3,3х соответственно. Мы полагаем, что при таких прогнозируемых показателях, Компания без труда сумеет рефинансировать в 2006г. поданные на оферту облигации, если такая ситуация будет иметь место.

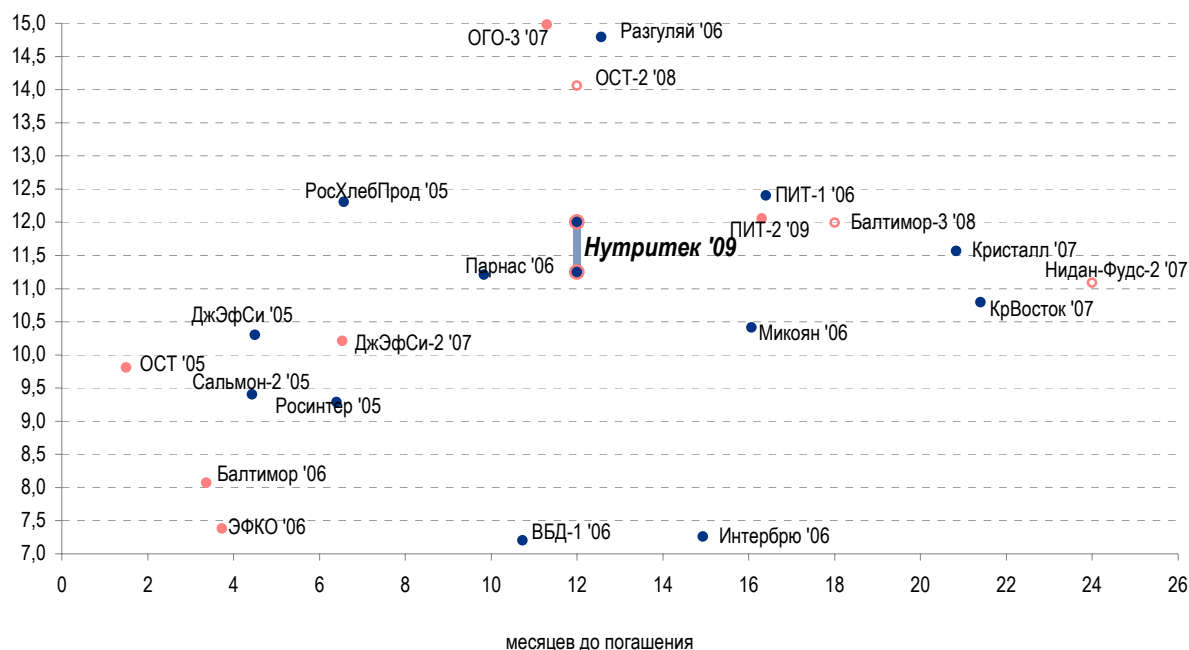
Даже при самом консервативном сценарии, Долг/Ebitda в 2005г. сохранится на умеренном уровне около 2,7х, а в 2006г. составит порядка 2,3х

Сравнительный анализ и прайсинг

Сравнивая Нутритек с компаниями пищевой отрасли, мы отмечаем, что по основным финансовым и кредитным показателям Компания выделяется как более рентабельная компания с более низкими кредитными рисками. К числу факторов, сдерживающих улучшение кредитного качества Нутритека, можно отнести незавершенный процесс консолидации компании и отсутствие отчетности по МСФО, что, однако, характерно для многих компаний отрасли. Основываясь на нашем сравнительном анализе и оценках перспектив Компании, мы считаем, что справедливая доходность облигационного выпуска Нутритек к годовой оферте должна сложиться в диапазоне 11,25-12,0% годовых.

Справедливая доходность выпуска Нутритек к годовой оферте находится в диапазоне 11,25-12,0%

Рублевые корпоративные облигации (24 мая 2005г.)





Бизнес-блок операций с долговыми инструментами

Руководитель бизнес-блока

Александр Пугач, apugach@nikoil.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she_sa@nikoil.ru

Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@nikoil.ru

Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@nikoil.ru

Татьяна Архипова, tarkhipova@uralsib.ru

Александр Чекин, аналитик, cek_aa@nikoil.ru

Андрей Дабижа, трейдер по еврооблигациям, dab_ay@nikoil.ru

Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor_av@nikoil.ru

Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@nikoil.ru

Анастасия Залеская, аналитик, zal_av@nikoil.ru

Управление рынков долгового капитала

Руководитель управления

Дмитрий Волков, vda@nikoil.ru

Илья Зимин, директор, zimin@nikoil.ru

Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim_gg@nikoil.ru

Дарья Сонюшкина, ст. специалист, son_da@nikoil.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Петру Вадува, vad_pe@nikoil.ru

Заместитель руководителя управления

Константин Чернышев, che_kb@nikoil.ru

Стратегия

Петру Вадува, руководитель управления, vad_pe@nikoil.ru

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@nikoil.ru

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@nikoil.ru

Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@nikoil.ru

Металлургия/Машиностроение

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo_vb@nikoil.ru

Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@nikoil.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, ст. аналитик, che_kb@nikoil.ru

Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@nikoil.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_sa@nikoil.ru

Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@nikoil.ru

Марина Лукашова, аналитик, luk_mr@nikoil.ru

Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@nikoil.ru

Анна Юдина, аналитик, udi_an@nikoil.ru

Банки

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@nikoil.ru

Потребительский сектор

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr_my@nikoil.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@nikoil.ru

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),

bra_ms@nikoil.ru

Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.),

ros_ch@nikoil.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор,

pro_ja@nikoil.ru

Андрей Пятигорский, ст. редактор,

pya_ae@nikoil.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@nikoil.ru

Интернет / Базы данных

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@nikoil.ru

Кирилл Братанич, специалист, bra_kv@nikoil.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Капитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005