

# РусГидро (BB+/Ba1/BB+): покоритель стихии



Яков Яковлев  
+7 (495) 988 24 92  
Yakov.Yakovlev@gazprombank.ru

Параметры выпуска	
Выпуск	РусГидро 01, 02
Эмитент	ОАО «РусГидро»
Рейтинги, S&P/M/F	BB+ / Ba1 / BB+
Объем	15 млрд руб.*
Срок	5 лет (оферта)
Купон	8,15–8,40%
Доходность	8,32–8,58%

\*из 10,0 млрд руб. номинального объема выпуска серии 02 к размещению планируются 5,0 млрд руб.

- ▶ **Существенный уровень государственной поддержки.** РусГидро получает ощутимую поддержку со стороны контролирующего акционера: государство участвует в доэмиссиях компании и способствует консолидации «профильных» активов, а также учитывает интересы компании при принятии решений по регулированию и разработке долгосрочной модели отрасли.
- ▶ **Благоприятная регуляторная среда – несмотря на последние ужесточения «правил игры» со стороны государства.** Усилия со стороны государства по ограничению роста конечного тарифа на электроэнергию заставляют вспомнить о регуляторных рисках, однако пока не меняют в целом благоприятную для РусГидро картину развития ситуации в отрасли. Компания получает существенную выгоду от увеличения продаж электроэнергии по свободным ценам до «максимально возможного» уровня в текущем году. На рынке мощности более низкие по сравнению с регулируемыми тарифами цены в рамках установленных ограничений компенсируются инвестиционной надбавкой в тарифах, которую РусГидро получает в 2011–2012 гг. В долгосрочной перспективе риски, связанные с ценообразованием на «существующую мощность», будут отчасти компенсироваться заключением долгосрочных договоров на мощность строящихся станций на выгодных для компании условиях.
- ▶ **Рост операционных показателей в течение ближайших лет.** Реализуемая в настоящий момент инвестиционная программа должна обеспечить более чем 19%-ное увеличение установленной мощности компании в течение ближайших трех лет и, как следствие, рост денежных потоков.
- ▶ **Стратегия «неорганического роста» – какие риски для кредиторов?** Помимо органического роста за счет реализации инвестиционной программы РусГидро реализует довольно активную стратегию новых приобретений – в частности, сбытовых активов, а также долей в компаниях гидрогенерации в России и за рубежом. Мы отмечаем, что реализованные и потенциальные сделки пока в основном имеют «неденежный» характер и не оказывают давления на денежный поток; при этом в долгосрочной перспективе компания может получить выгоды в виде дивидендов и усиления позиций в перспективных сегментах рынка («экспортные» потоки электроэнергии в Китай). Фактором риска является возможное негативное влияние на финансовые показатели в случае консолидации низкорентабельных активов.
- ▶ **Долговая нагрузка – рост в разумных пределах на горизонте ближайших лет.** Инвестиционная программа РусГидро будет финансироваться в том числе и из заемных источников. При этом, учитывая существующий «запас прочности», долговая нагрузка на горизонте 2-3 лет, вероятно, останется в пределах значений, допустимых в рамках действующих обязательств по долгу. Коррективы в наши оценки могут внести более агрессивные сделки по приобретению активов, реализуемые за счет денежных средств.
- ▶ **Кредитные рейтинги должны быть выше.** РусГидро остается единственной крупной квазигосударственной компанией с рейтингами ниже инвестиционного уровня. На наш взгляд, выполнение графика по восстановлению Саяно-Шушенской ГЭС и хороший финансовый профиль должны способствовать более благосклонному отношению рейтинговых агентств к компании.



## Основные финансовые показатели РусГидро по МСФО, млрд руб.

	2007	2008	2009	1П10	1П09	г/г
Выручка*	80,8	107,7	115,6	205,0	168,8	21,4%
ЕВИТДА	20,3	33,7	52,2	35,1	30,8	14,0%
Рентабельность по ЕВИТДА, %	25,2%	31,3%	45,1%	17,1%	18,3%	-1,2 п. п.
Операционный денежный поток**	14,9	24,0	35,3	19,9	13,6	45,7%
Капитальные вложения	32,3	25,4	31,9	21,4	10,5	102,6%
Свободный денежный поток	(17,4)	(1,4)	3,4	(1,5)	3,1	—
Всего активов	313,5	426,4	483,3	524,2	460,3	13,9%
Собственный капитал	238,2	343,6	403,3	420,3	377,2	11,4%
Совокупный долг, в том числе	24,0	23,4	21,9	23,6	23,2	7,5%
доля краткосрочного долга, %	13,2%	14,4%	11,7%	20,0%	13,7%	+6,3 п. п.
Денежные средства и эквиваленты***	8,3	25,1	52,6	48,0	48,2	-0,5%
<b>Показатели долговой нагрузки</b>						
Долг/Собственный капитал, х	0,10	0,07	0,05	0,06	0,06	—
ЕВИТДА/Процентные расходы, х	9,5	13,1	13,9	28,8	14,9	—
Чистый долг/ЕВИТДА***, х	0,78	Отр.	Отр.	Отр.	Отр.	—
Свободный денежный поток/Долг, х	Отр.	Отр.	0,15	Отр.	6,90	—

\*объем выручки по итогам 1П09 и 1П10 учитывает результаты приобретенных в 2010 году сбытовых активов

\*\*после выплаты процентов и платежей по финансовому лизингу

\*\*\*с учетом депозитов, отражаемых в составе прочих оборотных активов

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка



## Рыночная конъюнктура по-прежнему благоприятна, несмотря на проявившие себя регуляторные риски

*Либерализация рынка  
электроэнергии завершена*

Процесс либерализации рынка электроэнергии, начавшийся в 2007 году, в текущем году считается завершенным: согласно первоначальному графику, с 1 января 2011 года вся электроэнергия и мощность в стране должна была продаваться по нерегулируемым ценам. На практике доля свободного рынка не достигла 100%: либерализация не распространяется на поставки населению и отдельные регионы (Северный Кавказ, а также неценовые зоны – Дальний Восток и ряд прочих).

Кроме того, в рамках нового механизма ценообразования на рынке мощности («Конкурентный отбор мощности»), примененного в прошлом году впервые, регулятор установил «потолок» цен на 2011 год (price caps) в первой (Европа, Урал) и второй (Сибирь) ценовых зонах на уровне 118 и 126 тыс. руб. за МВт/мес. Предельные уровни оказались ниже уровня регулируемых тарифов, действовавших для станций РусГидро в прошлом году: средневзвешенный тариф для мощностей, расположенных в первой ценовой зоне, по нашим оценкам, составлял около 262 тыс. руб./МВт в мес. В то же время эта разница была компенсирована предусмотренной для гидрогенерирующих станций (наравне с АЭС) инвестиционной надбавкой в тарифе, установленной на 2011 год в размере 17 млрд руб., или около 150 тыс. руб./МВт в мес. Инвестиционная составляющая (17,9 млрд руб.), согласно действующему регулированию, действует в 2011 и 2012 гг. в рамках финансирования инвестпрограммы, утвержденной в 2010 г.

*Введение регулируемых тарифов  
на мощность для Сибирских ГЭС  
заставляет обратить внимание на  
отраслевые риски, однако  
негативный эффект для РусГидро  
незначителен*

В начале текущего года в рамках реализации комплекса мер по сдерживанию конечного тарифа на электроэнергию для потребителя регулятор принял решение установить тарифы на 2011 год для станций РусГидро в Сибири – Новосибирской и Саяно-Шушенской ГЭС – на 20–36% ниже «потолка» для второй ценовой зоны. Решение, на наш взгляд, подчеркивает наличие свойственных для отрасли регуляторных рисков. В то же время общий негативный эффект для компании будет незначительным: по нашей оценке потери в выручке составят 1,5–1,6 млрд руб. Кроме того, общий курс дальнейшего реформирования рынка мощности, по всей видимости, пока остается неизменным – в следующем году должен состояться первый конкурентный отбор мощности на долгосрочный (4-летний) период.

В целом, по оценкам РусГидро, в текущем году доля регулируемых договоров в общей структуре продаж электроэнергии составит 20%, в структуре реализации мощности – 37%. Увеличение продаж электроэнергии по свободным ценам (в 1П10 доля свободного рынка, исключая поставки населению и регионы, на которые либерализация не распространяется, составляла 60%, в 2П10 – 80%) позитивно скажется на выручке компании в 2011 году, учитывая существенный «разрыв» между регулируемым тарифом и рыночными ценами на электроэнергию: в 2010 г. средняя цена в 1 ценовой зоне была более чем в 8 раз выше регулируемого тарифа РусГидро, во 2-й ценовой зоне – почти в 5 раз выше. При этом в перспективе ближайших лет цены на электроэнергию, вероятно, будут увеличиваться на фоне роста издержек тепловых генераторов (по мере либерализации внутренних цен на газ), что также позитивно для рентабельности компаний гидрогенерации.

*В перспективе ближайших лет  
риски, связанные с  
установлением цен на  
существующую мощность  
сглаживаются заключением  
долгосрочных контрактов по  
продаже мощности строящихся  
станций*

Риски, связанные с возможным ограничением цен на КОМ и введением регулируемых тарифов на мощность для действующих генерирующих активов в долгосрочной перспективе сглаживаются долгосрочными договорами на поставку мощности (ДПМ) и планируемыми двусторонними долгосрочными договорами по строящимся станциям. Цены в рамках ДПМ устанавливаются с учетом реально понесенных инвестиционных затрат на долгосрочный период (20 лет). На настоящий момент у РусГидро заключены ДПМ по 3-м строящимся объектам (Загорская ГАЭС-2, Гочатлинская ГЭС, Зеленчукские ГЭС-ГАЭС) и 2-м действующим (Кашхатау ГЭС, введена в строй в 2010 г., и Зарамагские ГЭС, частично введена в строй 2010 г.), При этом установленная ставка платы за мощность составляет 1,6–2,5 млн руб./МВт в мес.

В рамках долгосрочных контрактов (двусторонние договоры на поставку мощности или электроэнергии) цены устанавливаются в рамках прямых договоренностей между поставщиком и покупателем. РусГидро предполагает заключить долгосрочные контракты с покупателями по поставкам мощности со строящейся Богучанской ГЭС (3 ГВт, ввод в строй в 2012–2013 гг.) – в то же время, по комментариям компании, чтобы сделать это возможным, необходима «доработка» существующей модели рынка мощности.



## Органический рост за счет ввода новых мощностей

*Утвержденный советом директоров объем инвестиционной программы – 308 млрд руб., ожидаемый прирост установленной мощности в 2010–2013 гг. +34%*

РусГидро инвестирует значительные средства в модернизацию существующих и строительство новых мощностей. Инвестиционная программа компании на 2011–2013 гг. была утверждена Советом директоров в октябре прошлого года. Общий объем расходов должен составить 308 млрд руб. (с НДС); чуть меньше половины этой суммы (142 млрд руб. с НДС) будет направлено на строительство новых мощностей, порядка 19% (57 млрд руб. с НДС) – на ремонт и модернизацию, 7% (21 млрд руб. с НДС) – на восстановление СШ ГЭС. Порядка 62% инвестиционной программы РусГидро планирует профинансировать за счет собственных средств, оставшуюся часть – из заемных источников (116 млрд руб. в течение 2011–2013 гг.).

В результате реализации инвестиционной программы РусГидро должна ввести в строй порядка 4,9 ГВт новых мощностей. Крупнейшими проектами станут три энергоблока Богучанской ГЭС на 3ГВт (позаэтапный ввод в течение 2012–2013 гг.), два блока Загорской ГАЭС-2 на 840 МВт (2012–2013 гг.). Кроме того, в 2013 г. располагаемая мощность Саяно-Шушенской ГЭС должна вернуться на уровни, предшествовавшие аварии – 6,4 ГВт, по сравнению с 2,56 ГВт на конец прошлого года. В общей сложности прирост установленной мощности к уровню 2010 года (25,5 ГВт) составит порядка 19%. В проспекте размещенного в октябре прошлого года LPN компания приводила долгосрочную цель по увеличению объема выработки в 2015 г. до 113 млрд кВтч (+57% к уровню 2010 года).

*Финансирование большей части инвестиционных расходов БЭМО (Богучанская ГЭС и Богучанский алюминиевый завод) будет происходить непосредственно на уровне СП*

Мы обращаем внимание инвесторов на особенности отражения в официальной инвестиционной программе РусГидро вложений в рамках БЭМО – совместного (50/50) предприятия с РУСАЛОм: они отражены в полном объеме (в 2011–2013 гг. – 76 млрд руб., в том числе 64,4 млрд руб. на строительство Богучанского алюминиевого завода и 12,4 млрд руб. на строительство Богучанской ГЭС). Договоренности между участниками СП предполагают равное распределение расходов на строительство и выручки от БЭМО. При этом, финансирование расходов планируется покрыть за счет долгосрочных (до 2024–2026 года) кредитов ВЭБа, выделяемых Богучанской ГЭС (28,1 млрд руб.) и Богучанскому алюминиевому заводу (21,9 млрд руб.). РусГидро не консолидирует СП в отчетности. Компания предоставит поручительство по кредиту Богучанской ГЭС, которое будет отражаться в примечаниях к МСФО-отчету в составе условных обязательств по мере выборки кредита. Таким образом, финансирование большей части расходов по БЭМО будет происходить непосредственно на уровне СП и не будет отвлекать средства из денежного потока РусГидро.

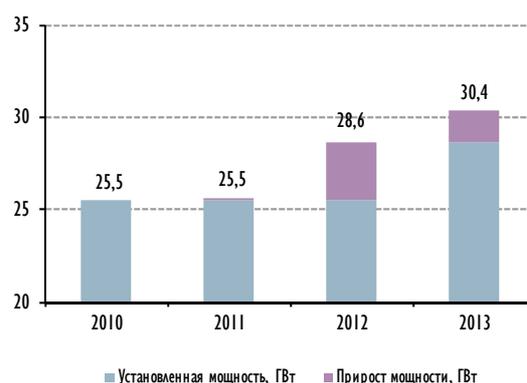
Без учета расходов по БЭМО объем инвестиций на 308 млрд руб. (с НДС) составит 232 млрд руб.

Инвестиционная программа РусГидро 2011–2013 гг., млрд руб. (с НДС)



Источник: данные компании

Установленная мощность РусГидро 2010–2013 гг., ГВт (с учетом БогЭС)



Источник: данные компании



## Политика в отношении новых приобретений – риски для кредиторов?

*Активная стратегия неорганического роста: приобретение сбытового бизнеса и долей в гидрогенерирующих активах в Сибири*

Помимо органического роста за счет строительства новых мощностей, РусГидро последние несколько лет проводит довольно активную политику в части новых приобретений. В 2008 г. компания вошла в сбытовой бизнес, приобретая Красноярскэнергосбыт, Чувашскую и Рязанскую сбытовые компании. Покупка обеспечивала синергетический эффект, учитывая наличие собственных генерирующих мощностей в регионах присутствия сбытовых компаний. В прошлом году РусГидро приобрела крупные пакеты акций в шести сбытовых компаниях (Мосэнергосбыт, Петербургская сбытовая компания, Алтайэнергосбыт, Тамбовская энергосбытовая компания, Саратовэнерго и Объединенная энергосбытовая компания), заплатив за приобретение порядка 8 млрд руб. В то же время, впоследствии РусГидро передала пакеты купленных в 2010 г. «сбытов» в управление ИнтерРАО, а в 1К11 пакеты были внесены в качестве оплаты участия в допэмиссии ИнтерРАО, вместе с пакетом акций ОГК-1 и рядом других компаний, доставшихся РусГидро после реорганизации РАО ЕЭС. Размещение акций ИнтерРАО должно завершиться в мае – согласно предварительным оценкам самой компании, РусГидро может получить чуть более 5% в капитале.

По нашим оценкам, стоимость пакета в ИнтерРАО, которую РусГидро получит за сбытовые активы по текущей рыночной стоимости, сейчас ниже цены приобретения в 2010 году. В то же время мы отмечаем, что РусГидро получила порядка 2 млрд руб. дивидендов от двух крупнейших компаний – Мосэнергосбыт и Петербургская сбытовая компания.

В генерирующем сегменте бизнеса интересы компании сосредоточены на гидрогенерирующих активах в России и за рубежом. В частности, в конце прошлого года компания купила 25% акций Красноярской ГЭС (вторая крупнейшая ГЭС в стране после СШГЭС, установленная мощность 6ГВт) в результате обмена на 4,53% акций самой РусГидро. Кроме того, в этом году РусГидро должна получить в собственность 40%-ный пакет в Иркутскэнерго, также в результате обмена на собственные акции с ИнтерРАО (доля в Иркутскэнерго внесена в капитал ИнтерРАО государством в оплату допэмиссии). Также государство планирует передать РусГидро гидрогенерирующие активы в Иркутской области – плотины, арендуемые сейчас Иркутскэнерго. В качестве следующего шага консолидации гидрогенерирующих активов в Сибири компания не исключает обмена пакетов в Красноярской ГЭС и Иркутскэнерго на долю (не менее блокирующей) в Евросибэнерго – компании, контролирующей эти активы (входит в состав холдинга En+).

Интерес РусГидро к сибирским гидрогенерирующим активам оправдывается возможностями проведения согласованной сбытовой политики (особенно с крупнейшими покупателями). Кроме того, в долгосрочной перспективе компания видит потенциал роста спроса на электроэнергию и мощность станций в Сибири и на Дальнем Востоке со стороны ИнтерРАО для экспорта в Китай. По оценкам менеджмента, потенциальный объем поставок на китайскую границу может составлять 60–65 млрд кВтч – в случае поддержки со стороны государства (в частности, расширения сетевой инфраструктуры).

Зарубежная экспансия РусГидро на данный момент включает достаточно небольшие с точки зрения затрат на приобретение проекты, среди которых Севано-Разданский каскад ГЭС в Армении общей мощностью 561 МВт.

*Пока все крупные сделки носят «безденежный» характер*

Мы отмечаем, что на данном этапе все крупные сделки M&A реализуются РусГидро на «безденежной» основе. Переход к более агрессивной стратегии, которая предполагала бы денежную оплату новых приобретений, на наш взгляд, является одним из потенциальных рисков для кредиторов. Кроме того, консолидация результатов приобретенных компаний (в случае покупки контрольного пакета) может негативно сказаться на консолидированных результатах группы по МСФО.



## Финансовые показатели

*Результаты по МСФО за 1П10 — под влиянием «временного» эффекта от консолидации сбытовых активов, проданных в 2011 г.*

Приобретение в прошлом году сбытовых активов оказало заметный эффект на консолидированные результаты РусГидро по МСФО (см. таблицу): выручка компании заметно выросла, превысив 200 млрд руб. по итогам 1П10, причем около 80% продаж обеспечивал сегмент сбыта. При этом увеличение вклада низкорентабельного трейдингового бизнеса негативно сказалось на общей рентабельности по EBITDA, которая в 1П10 сократилась до 17,1% (по 2009 году показатель составил порядка 45%). Рентабельность генерирующего сегмента при этом оставалась высокой (63%).

Как следствие, в 2010 г. отчетность РусГидро по РСБУ, отражающая генерирующий сегмент бизнеса (все основные генерирующие активы находятся на балансе ОАО «РусГидро», эмитента по размещаемым рублевым бумагам), давала лишь ограниченное представление о финансовом состоянии всей группы. Мы отмечаем, что «красхождение» в 2011 году будет меньше после деконсолидации недавно приобретенных сбытовых компаний: в 2009 г. (до их приобретения) на долю сбыта приходилось лишь порядка 30% выручки по МСФО и 2% EBITDA.

Результаты РусГидро по РСБУ за весь 2010 г. отражают положительный эффект от либерализации рынка электроэнергии и роста продаж по свободным ценам: выручка выросла на 13% к уровню годичной давности, несмотря на 12%-ное снижение выработки из-за аварии на СШ ГЭС и негативных гидрологических условий в Европейской части России. В то же время рентабельность по EBITDA несколько сократилась (до 58%) на фоне роста расходов на закупку электроэнергии и мощности: компания замещала «потерянные» из-за аварии на Саяно-Шушенской ГЭС объемы, которые она должна была поставить крупным потребителям, покупками электроэнергии и мощности на рынке. Учитывая постепенное восстановление мощностей станции, давление на рентабельность со стороны роста затрат на закупку в 2011 г. будет меньше, чем в 2010 г.

*Долговая нагрузка: существенный запас прочности сохраняется*

С точки зрения долговой нагрузки РусГидро сохраняет существенный запас прочности, несмотря на рост заимствований в 2П10 после размещения LPN на 20 млрд руб.: по РСБУ отчетности соотношение долга и EBITDA было ниже 1х, а «Чистый долг/EBITDA» — 0,2х (по МСФО-отчетности на 1П10, чистый долг был отрицательным). Крупнейшим обязательством РусГидро на 31 декабря 2010 г. был рублевый выпуск LPN с погашением в 2015 г. Кроме того около 5,5 млрд руб. приходилось на кредит ЕБРР (три транша с погашениями в 2014, 2016 и 2020 гг.), Morgan Stanley выдал два кредита на 2,8 и 1,5 млрд руб. с погашением в 2011–2013 гг. и 2014 г. соответственно.

Условия выпуска LPN ограничивают РусГидро в возможностях привлечь новый долг после достижения уровня 3х в терминах «Долг/EBITDA» по МСФО-отчетности (incurrence test). По комментариям менеджмента в ходе телеконференции по результатам 2010 г. по РСБУ, в перспективе ближайших 2–3 лет долг компании может увеличиться до 2–2,5х EBITDA на фоне привлечения средств для инвестиций.

ОАО «РусГидро»: финансовые показатели по РСБУ за 2010 г., млрд руб.

	2009	2010	г/г
Выручка	79,0	89,0	13%
EBITDA	50,4	51,8	3%
Чистая прибыль	10,3	38,0	268%
Рентабельность EBITDA	63,8%	58,2%	-5,6 п. п.
Долг	18,0	37,2	106%
Долг / EBITDA	0,4	0,7	—
Чистый долг*	(25,7)	9,3	—
Чистый долг / EBITDA	(0,5)	0,2	—

\*с учетом депозитов, отраженных в составе краткосрочных финансовых вложений

Источник: данные компании

## Кредитные рейтинги необоснованно низки

РусГидро остается единственной крупной квазигосударственной компанией, оцениваемой всеми тремя рейтинговыми агентствами на уровне ниже инвестиционного (BB+ «стабильный», Ba1 «стабильный», BB+ «позитивный»). На наш взгляд, рейтинговые агентства проявляют несколько излишний консерватизм в отношении компании после понижений рейтингов, последовавших за аварией на Саяно-Шушенской ГЭС. Потеря мощности из-за аварии оказала лишь незначительный негативный эффект на результаты 2010 года, благодаря существенному положительному эффекту от либерализации рынка. При этом компания «укладывается в сроки» с восстановлением мощностей станции, развитие регуляторной среды в целом складывается благоприятно, а уровень долговой нагрузки РусГидро остается крайне низким. На наш взгляд, позиция рейтинговых агентств может в среднесрочной перспективе смениться на более благосклонную.



## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**

начальник департамента

+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

### Управление анализа фондового рынка

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов****Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Металлургия

**Сергей Канин**

+7 (495) 988 24 06

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54084

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**

+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**

+7 (495) 428 49 33

**Юлия Мельникова**

+7 (495) 980 43 81

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**

+7 (495) 980 43 89

**Александр Назаров**

+7 (495) 983 18 00 доб. 21476

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**

+7 (495) 913 78 26

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**

+7 (495) 988 23 44

**Анна Курбатова**

+7 (495) 913 78 85

### Управление анализа инструментов с фиксированной доходностью

**Алексей Дёмкин, CFA**

начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

#### Стратегия

**Павел Пикунев**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Кредитный анализ

**Яков Яковлев**

+7 (495) 988 24 92

**Юрий Туинов**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шашаров**

директор

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Мария Братчикова**

+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**

+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодикина**

+7 (495) 988 23 75

#### Трејдинг

**Денис Войниконис**

+7 (495) 983 74 19

### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**

директор

+7 (495) 988 24 48

**Алексей Семенов**

директор

+7 (495) 989 91 34

### Управление электронной торговли

**Максим Малетин**

начальник управления

+7 (495) 983 18 59

+8 (800) 200 70 88

broker@gazprombank.ru

#### Продажи

**Александр Лежнин**

+7 (495) 988 23 74

**Никита Иванов**

+7 (495) 989 91 29

**Анна Нифанова**

+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 55

#### Трејдинг

**Денис Филиппов**

+7 (495) 428 49 64

**Дамир Терентьев**

+7 (495) 983 18 89

**Тимур Зубайраев**

+7 (495) 913 78 57

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**

начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**

начальник управления

+7 (495) 913 74 44

### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Миронов**

начальник управления

+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**

+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Кузнецов**

+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**

+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**

+7 (495) 989 91 28

**Роберто Пещименти**

+7 (495) 989 91 27

#### Трејдинг

**Елена Капица**

+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Рябчук**

+7 (495) 719 17 74

### Copyright © 2003 — 2011. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.