

Введение

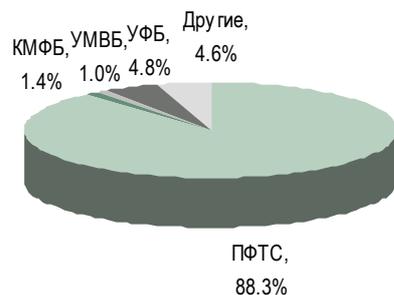
На внутреннем рынке долговых обязательств Украины в последние годы наблюдается существенный рост. Однако основной проблемой остается недостаточное количество инструментов с высоким кредитным качеством и ликвидностью. Новый Закон Украины «О ценных бумагах и фондовом рынке» от 23 февраля 2006 г. направлен на решение ряда важнейших вопросов, и, следует надеяться, принесет желаемый эффект.

Торговые площадки

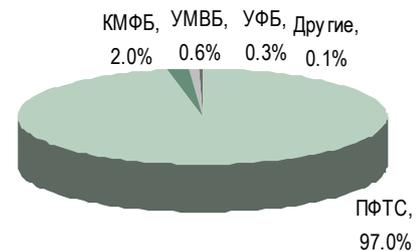
На Украине действуют девять фондовых бирж и одна электронная торговая система. Первая фондовая торговая система (ПФТС) была создана в 1995 г. и является крупнейшей платформой организованной торговли акциями и долговыми обязательствами. В число ее участников входит 205 банков и дилеров по ценным бумагам. ПФТС работает как общенациональная электронная система торговли ценными бумагами, в ней производятся все операции с государственными и муниципальными облигациями и более 90% сделок с корпоративными облигациями. ПФТС единственная из бирж Украины входит в качестве корреспондента в Мировую федерацию фондовых бирж (www.world-exchanges.org).

Рисунок 2. ПФТС монополизировала организованный рынок ценных бумаг Украины

2005 г.



январь-июль 2006 г.



Примечание: КМФБ – Киевская Межбанковская Фондовая Биржа; УМВБ – Украинская Международная Валютная Биржа; УФБ – Украинская Фондовая Биржа.

Источник: Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку Украины

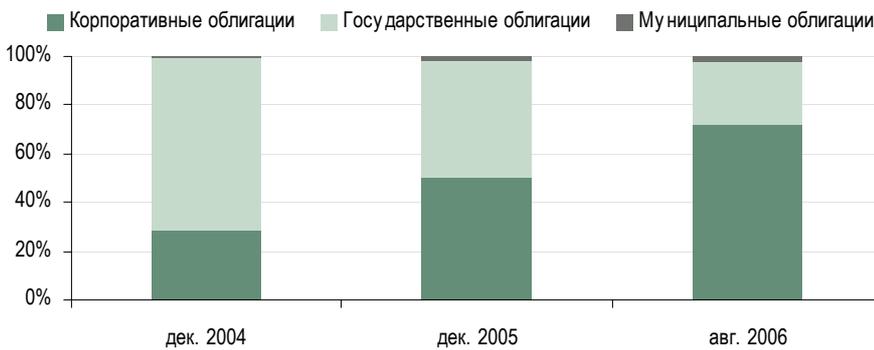
Сделки в ПФТС заключаются в основном по телефону. Участники рынка договариваются об условиях сделки и затем проводят операцию через систему ПФТС. Объем торгов корпоративными, государственными и муниципальными облигациями в ПФТС в 2005 г. составил USD1.26 млрд, USD0.76 млрд и USD0.13 млрд соответственно.

До недавнего времени одной из основных задач ПФТС было получение статуса фондовой биржи. Это было необходимо для соблюдения требований нового украинского законодательства, в котором фигурирует только понятие фондовой биржи (но не торговой системы). После принятия нового Закона «О ценных бумагах и фондовом рынке» в феврале 2006 г. стала возможна регистрация ПФТС как фондовой биржи. В июне 2006 г. Государственная комиссия по ценным бумагам и фондовому рынку Украины (ГКЦБФР) выдала ПФТС соответствующую лицензию. В настоящее время процедуры системы пересматриваются, чтобы обеспечить функционирование ПФТС как полноценной фондовой биржи.

Основные сегменты рынка

Рынок внутренних долговых обязательств Украины состоит из трех сегментов: это государственные, муниципальные и корпоративные облигации. За последние три года доля государственных облигаций в общем объеме рынка долговых обязательств постепенно снижалась, а доля корпоративного сегмента увеличивалась. Несмотря на увеличение числа муниципальных заимствований в абсолютном выражении, муниципальные облигации по-прежнему занимают самую маленькую долю рынка.

Рисунок 3. Структура внутренних облигаций Украины в обращении

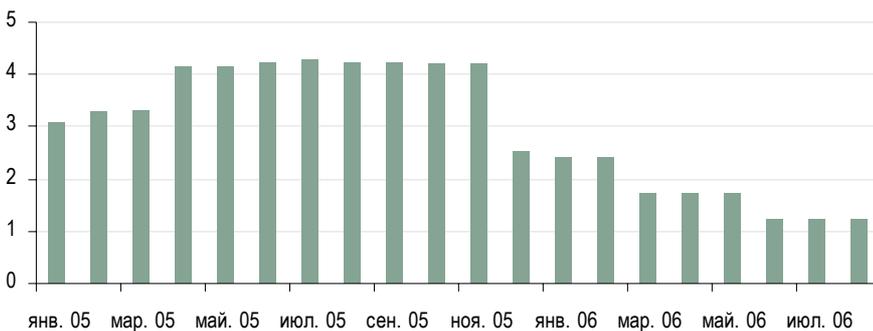


Источник: Cbonds

Государственные облигации

Украина успешно проводит политику уменьшения государственной задолженности, принятой после «Оранжевой революции». В прошлом году совокупный государственный долг Украины снизился на 8.5% до USD15.5 млрд по состоянию на 31 декабря 2005 г., из них 24.6% приходится на внутренний долг (около 4.6% ВВП).

Рисунок 4. Государственные облигации Украины на внутреннем рынке, USD млрд



Источник: Cbonds

Несмотря на в целом благоприятную рыночную конъюнктуру с середины 2005 г., правительство Украины не размещало больших объемов долговых обязательств. Максимальный объем внутренних заимствований, предусмотренных государственным бюджетом на 2006 г., составляет USD4.8 млрд. С начала текущего года Министерство финансов выпустило внутренние государственные облигации на сумму UAH115.266 млн.

Активность вторичных торгов в ПФТС существенно выросла. Общий объем торговли облигациями в 2005 г. удвоился, тогда как объем торгов государственными долговыми обязательствами на вторичном рынке за тот же период увеличился в шесть раз (с UAH651 млн до UAH3.88 млрд). Украинские государственные облигации имеют сравнительно небольшие сроки погашения – самый длинный выпуск должен быть погашен в 2010 г.

Построить кривую доходности украинских государственных облигаций затруднительно, и она не может служить подходящим ориентиром. Это связано с тем, что количество облигаций в обращении невелико, для нерезидентов действуют ограничения на покупку краткосрочных (со сроком погашения в пределах года) облигаций внутреннего государственного займа (ОВГЗ), а котировки зачастую имеют индикативный характер.

Государственные НДС-облигации

В 2004 г. Министерство финансов Украины выпустило НДС-облигации для погашения просроченной бюджетной задолженности по НДС. Эти инструменты вызвали интерес не только внутренних, но и иностранных игроков. Было выпущено два транша пятилетних НДС-облигаций на общую сумму UAH1.926 млрд (USD361 млн). Условия выпуска предусматривают ежегодные выплаты основной суммы долга в размере 20% от номинальной стоимости облигации и купонную ставку на уровне 120% учетной ставки Национального банка Украины. НДС-облигации имеют тот же уровень кредитного риска, что и другие государственные долговые обязательства, деноминированные в гривнах. Они были предложены с дисконтом, который обеспечивал держателям годовую эффективную ставку дохода 20%.

Дополнительным фактором привлекательности НДС-облигаций для нерезидентов стало ожидавшееся укрепление украинской валюты в 2005 г. Рост цен на сырьевые товары в тот период оказывал существенное повышательное давление на курс гривны. НДС-облигации с их объемом, адекватной ликвидностью, прозрачной структурой денежных потоков и приемлемым (для Украины) уровнем кредитного риска стали предпочтительным инструментом для иностранных инвесторов, стремившихся сыграть на укреплении гривны.

Муниципальные облигации

Особенности законодательного регулирования

Печальный опыт дефолтов по муниципальным долговым обязательствам в 1998 г. задержал развитие украинского рынка муниципальных облигаций и оказал существенное влияние на законодательство, регулирующее этот рынок. После обвала в 1998 г. были приняты ограничительные законы, и в результате наступило затишье на рынке муниципальных долговых инструментов, которое было прервано лишь в декабре 2002 г., когда администрация Киева объявила о намерении осуществить внешнее муниципальное заимствование. Это стало возможно после принятия Бюджетного кодекса Украины в 2001 г. Кодекс законодательно зафиксировал право муниципалитетов выпускать внутренние долговые ценные бумаги и привлекать заемные средства у нерезидентов (что дает возможность размещать LPN на иностранных рынках капитала). Тем не менее, существует ряд ограничений:

- Осуществлять внутренние заимствования имеют право исключительно городские советы и Верховный Совет Автономной Республики Крым (ранее такое право имели и областные советы).
- Внешние заимствования имеют право осуществлять только городские советы городов с численностью населения свыше 800 тыс. жителей (таким образом, список потенциальных заемщиков включает всего шесть городов: Киев, Харьков, Днепропетровск, Одесса, Донецк и Запорожье). Они могут привлекать средства только у нерезидентов, которые являются банковскими или другими финансовыми организациями.
- Муниципальные заимствования могут привлекаться только на конкретные цели и подлежат обязательному погашению.
- Государство не несет ответственности в случае дефолта по муниципальным обязательствам.
- Годовые затраты на обслуживание долга выплачиваются из общего фонда соответствующего местного бюджета и не должны превышать 10% расходов общего фонда местного бюджета.

- Выпуск муниципальных долговых обязательств должен быть одобрен Министерством финансов.

Кроме того, Министерство финансов подготовило законопроект, ограничивающий суммарный объем непогашенной муниципальной задолженности – он не может превышать 60% годового объема доходов муниципального бюджета (без учета субвенций и дотаций). Если законопроект будет принят, то установленные в нем ограничения в первую очередь коснутся Киева, и его возможность по выпуску долговых обязательств некоторое время будет ограничена.

Активность на рынке внутренних муниципальных заимствований возобновилась в 2003 г. с размещением муниципального займа Киева (УАН150 млн). В 2004 г. было проведено еще два размещения муниципальных займов на общую сумму УАН45 млн. (Донецк и Запорожье). В настоящее время на украинском рынке муниципальных долговых обязательств обращается 18 выпусков облигаций девяти городов общим объемом УАН649.5 млн. Как и в случае корпоративных облигаций, чтобы выйти на рынок долговых обязательств, муниципалитет должен получить кредитный рейтинг от уполномоченного агентства (см. раздел о корпоративных облигациях). На муниципальные облигации приходится 2.3% от общего объема внутренних облигаций; операции с ними осуществляются в ПФТС и на внебиржевом рынке.

Таблица 1. Муниципальные облигации Украины в обращении

Выпуск	Объем выпуска, УАН млн	Дата погашения
Винница, 1-А	8.0	30 дек. 2007
Винница, 1-В	8.0	30 дек. 2008
Донецк, 1-С	50.0	5 сен. 2011
Донецк, 1-А	20.0	15 авг. 2007
Донецк, 1-В	45.0	11 июл. 2010
Запорожье, 1-Д	20.0	7 июл. 2009
Запорожье, 1-А	25.0	28 дек. 2006
Запорожье, 1-В	25.0	10 июл. 2007
Запорожье, 1-Е	10.0	6 июл. 2010
Запорожье, 1-С	20.0	8 июл. 2008
Ивано-Франковск, 1-А	5.5	28 фев. 2011
Киев, 1-А	150.0	25 ноя. 2008
Комсомольск, 1-А	8.0	3 авг. 2009
Одесса, 1-А	50.0	31 дек. 2007
Одесса, 1-В	70.0	31 дек. 2008
Одесса, 1-С	30.0	31 дек. 2010
Харьков, 1-А	100.0	26 июн. 2008
Черкассы, 1-А	5.0	27 дек. 2010

Источник: Cbonds

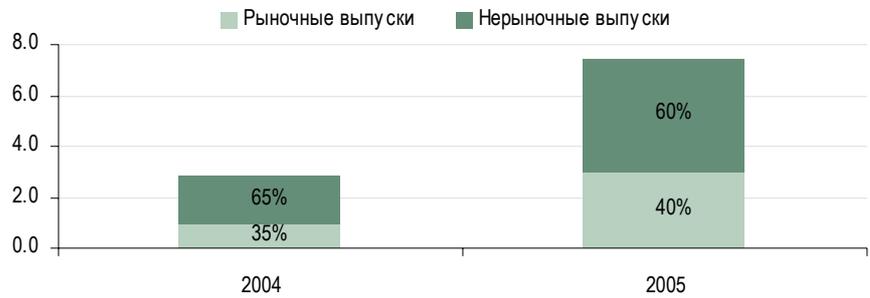
Корпоративные облигации

Последние пять лет присутствие корпоративных заемщиков и банков на рынке облигаций увеличивалось. Объем рынка корпоративных облигаций в 2005 г. вырос более чем вдвое и достиг USD2.67 млрд, а за семь месяцев текущего года он увеличился примерно на 30%. Украинский рынок корпоративных облигаций также имеет характерные особенности: здесь преобладают так называемые нерыночные выпуски и облигации заемщиков сектора недвижимости.

Рыночные и нерыночные выпуски

Рост украинского рынка облигаций вызван не только популярностью долгового финансирования. Он также является следствием более активного использования облигаций как инструмента для перераспределения финансовых ресурсов между участниками одной группы, а также финансирования строительства недвижимости и реализации схем оптимизации налогообложения. В результате более половины непогашенных выпусков имеют статус «нерыночных» и поэтому не торгуются (так называемые технические эмиссии). Тем не менее, в 2005 г. доля новых нерыночных выпусков в общем объеме размещений корпоративных облигаций снизилась.

Рисунок 5. Структура размещений рыночных облигаций, UAH млрд

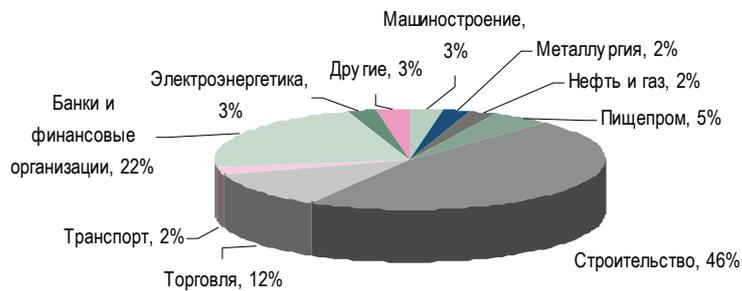


Источник: Cbonds

Большинство технических выпусков приходится на облигации компаний сектора недвижимости. Динамичный рост украинского рынка недвижимости вызвал потребность в долгосрочном проектном финансировании, источником которого и стал долговой рынок. Около половины всех корпоративных облигаций в обращении выпущены компаниями этого сектора. Большинство из них выплачивают задолженность не денежными средствами, а в виде квадратных метров построенной недвижимости. В целом для таких заемщиков характерно низкое кредитное качество.

Что касается других отраслей, значимую долю на рынке облигаций занимают эмитенты финансового сектора, розничной торговли, пищевой промышленности, машиностроения и металлургии.

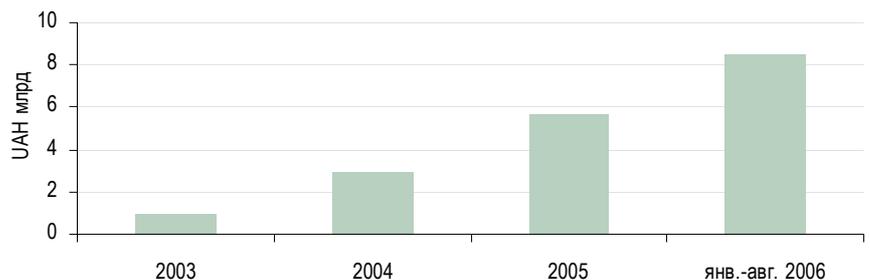
Рисунок 6. Структура рынка по отраслевой принадлежности эмитентов



Источник: Cbonds

Объем выпусков рыночных корпоративных облигаций, как правило, составляет UAH10-70 млн при номинальной стоимости UAH1000, размер крупнейшего выпуска – UAH500 млн. Срок погашения большинства рыночных облигаций – от одного до трех лет. Условия многих выпусков корпоративных облигаций предусматривают оферту. Несмотря на стабильный рост, ликвидность в сегменте корпоративных облигаций остается низкой.

Рисунок 7. Объем торгов корпоративными облигациями на вторичном рынке



Источник: Cbonds

С 2005 г. все корпоративные эмитенты перед размещением облигаций должны получать кредитный рейтинг. Рейтинги могут быть присвоены украинским агентством Кредит-Рейтинг или одним из трех международных рейтинговых агентств (S&P, Moody's, Fitch).

Основные участники рынка

Отечественные банки

Наиболее значимой покупательской силой на украинском рынке облигаций являются банки – по торговой активности они лидируют во всех трех сегментах.

Таблица 2. Рейтинг торговцев долговыми ценными бумагами, август 2006 г.

Рейтинг	Корпоративные облигации	Государственные облигации	Муниципальные облигации
1	УкрСиббанк BNP Paribas Group	ИНГ Банк Украина	УкрСиббанк BNP Paribas Group
2	КБ Финансовая инициатива	Государственный сберегательный банк Украины	ИНГ Банк Украина
3	ИНГ Банк Украина	Укрсоцбанк	КБ Финансовая инициатива
4	Банк БИГ Энергия	ХФБ Украина	Первый Украинский Международный банк
5	Экспресс-Банк	УкрСиббанк BNP Paribas Group	Банк Крещатик

Источник: ПФТС

Иностранные участники

Иностранные инвесторы проявили большой интерес к украинскому рынку облигаций и, особенно, к выпускам высокого кредитного качества. Инвесторы во внутренние облигации Европейских стран начали поиск новых инструментов с потенциалом роста доходности, так как возможности сыграть на конвергенции в четырех восточноевропейских странах (Польша, Венгрия, Чехия и Словакия) были фактически исчерпаны в 2003-2004 гг. После «Оранжевой революции» в конце 2004 г. новое правительство Украины объявило своим приоритетом вступление страны в Европейский Союз, и первоначальная реакция ЕС была столь же теплой. Как следствие, начался активный приток портфельных иностранных инвестиций в украинские бумаги в расчете на снижение доходностей на фоне конвергенции и повышения курса гривны. Хотя со временем эти надежды не оправдались, украинский рынок и сегодня остается весьма привлекательным для этого типа инвесторов: уровень доходности долговых инструментов здесь зачастую выражается двухзначными цифрами, а курс гривны достаточно стабилен. С другой стороны, многих инвесторов останавливают инфраструктурные проблемы украинского рынка.

Законодательство, регулирующее деятельность нерезидентов

Украинский рынок в целом открыт для иностранных участников, однако для них действует специфический режим налогообложения (см. *стр. 8*), а также требование об осуществлении платежей и хранении ценных бумаг исключительно внутри страны (это не распространяется на оффшорные денежные расчеты между нерезидентами). Отсутствие возможности осуществления расчетов по принципу «Т+3» (дата сделки плюс три рабочих дня) также является проблемой для некоторых категорий иностранных инвесторов.

Правовое поле для иностранного инвестирования на Украине формирует Закон «О режиме иностранного инвестирования» (действующий с марта 1996 г.), Декрет Кабинета Министров «О системе валютного регулирования и валютного контроля» (1993 г.), нормативно-правовые акты Национального банка Украины по вопросам импорта и экспорта капитала, различные международные соглашения и другие законодательные акты. Государство гарантирует защиту инвестиций и возврат вложенных средств и доходов с них в случае прекращения инвестиционной деятельности в стране, что обеспечивает иностранным инвесторам приемлемый уровень комфорта.

Для того чтобы иностранный инвестор мог торговать на рынке облигаций, необходимо выполнить следующие условия:

- открыть два счета в украинском банке: в национальной валюте (гривне) и в иностранной валюте;

- открыть счет в ценных бумагах в коммерческом банке или финансовой компании, имеющих лицензию ГКЦБФР на осуществление депозитарной деятельности;
- заключить договор о брокерском обслуживании с украинским брокером, имеющим лицензию на осуществление брокерской деятельности.

Для покупки украинских ценных бумаг нерезиденты должны обменять иностранную валюту на гривны на межбанковском валютном рынке Украины.

Депозитарная система

В структуру депозитарной системы Украины входят Межрегиональный фондовый союз (МФС, независимая депозитарная/клиринговая компания), Национальный депозитарий Украины (НДУ), депозитарий Национального банка Украины, кастодианы и регистраторы.

Депозитарий МФС осуществляет обслуживание акций и корпоративных облигаций. Компания была создана в 1997 г., ее акционерами являются около 100 частных и государственных банков и финансовых организаций, включая Национальный банк Украины и ПФТС. Это единственный действующий депозитарий негосударственных бумаг в стране, и его популярность растет, несмотря на то, что осуществление операций через депозитарий на Украине не является обязательным. Технически МФС оснащен несколько хуже, чем западные депозитарии.

НДУ – единственный депозитарий, в компетенцию которого входит открытие иностранных корреспондентских счетов. Тем не менее, перечень проводимых НДУ операций минимален: стандартизация депозитарного учета и документооборота по операциям с ценными бумагами, кодификация ценных бумаг и установление отношений с депозитарными организациями других государств.

Депозитарий Национального банка Украины осуществляет обслуживание государственных долговых ценных бумаг. Платежи по государственным облигациям Украины осуществляются исключительно по принципу «поставка против платежа» (DVP) и только через Национальный банк Украины в качестве депозитария и коммерческие банки в качестве кастодианов.

Расчеты по операциям с облигациями в денежной форме осуществляются в порядке «поставка против платежа» в национальной валюте по принципу «Т+1» (дата торговой операции плюс один рабочий день) на первичном рынке и «Т+0» (на дату операции) на вторичном рынке.

Налогообложение

Доходы, полученные юридическими лицами-нерезидентами от инвестирования в украинские облигации, облагаются налогом в размере 15% от суммы дохода. Эмитент или лицо, уполномоченное эмитентом на осуществление функций платежного агента по облигациям, удерживает налог с доходов держателя облигаций и уплачивает его в государственный бюджет Украины. Кроме того, при получении доходов от операций купли-продажи с ценными бумагами украинский контрагент инвестора, осуществляющий выплату доходов, обязан удержать налог с этих доходов и перечислить его в государственный бюджет Украины.

Если иностранный инвестор является резидентом государства, с которым Украина заключила соглашение об избежании двойного налогообложения, доходы инвестора облагаются налогом по ставке, установленной в соглашении. Инвестор должен представить нотариально заверенное свидетельство, подтверждающее факт резиденции в стране, подпадающей под действие соглашений о двойном налогообложении. Это довольно обременительное требование, поскольку свидетельство действительно в течение одного календарного года, и инвестор вынужден его ежегодно обновлять. На сегодняшний день соглашения об избежании двойного налогообложения с Украиной подписали более 60 стран (см. *Приложение*).

Репатриация прибыли

Нерезиденты, желающие репатриировать полученную прибыль, несут дополнительный расход: операции купли-продажи безналичной иностранной валюты на Украине облагаются сбором, выплачиваемым в Государственный пенсионный фонд, в размере 1.3% от суммы в гривнах.

Новый закон, регулирующий деятельность фондового рынка

Новый Закон «О ценных бумагах и фондовом рынке», принятый в феврале 2006 г., пришел на смену закону «О ценных бумагах и фондовой бирже» 1991 г. Наиболее важные изменения, содержащиеся в новом законе, касаются условий выпуска долговых обязательств корпоративными эмитентами, повышения требований к размеру уставного капитала профессиональных участников фондового рынка и регистрации ПФТС как фондовой биржи.

Ранее для компаний с ограниченной ответственностью и акционерных обществ действовали разные требования: последние могли выпускать облигации на сумму не более 25% (100% с января 2004 г.) от размера уставного капитала, тогда как для первых такого ограничения не было. В результате на рынке оказалось много заемщиков, представленных компаниями с ограниченной ответственностью. Согласно новому закону, любое юридическое лицо независимо от формы собственности имеет право размещать облигации на сумму, не превышающую трехкратный размер собственного капитала или обеспечения, предоставляемого для этой цели третьими лицами. Это потенциально может изменить расстановку сил на рынке в пользу акционерных обществ, что приведет к повышению качества долговых обязательств.

Тем не менее, некоторые аналитики считают, что новый закон может не дать ожидаемого эффекта, по крайней мере, в краткосрочном периоде. Во-первых, закон вступит силу лишь через два года после даты утверждения. Во-вторых, положение о том, что сумма заимствования не должна превышать трехкратный размер обеспечения, предоставляемого третьими лицами, может быть использовано, чтобы обойти это ограничение.

Еще одним важным изменением стало повышение требований к размеру уставного капитала участников рынка. Уставный капитал андеррайтера должен составлять не менее UAH600 тыс. (ранее UAH17 тыс.), брокера – не менее UAH300 тыс. (ранее UAH3.4 тыс.), дилера – не менее UAH120 тыс. (ранее UAH17 тыс.). Это приведет к уменьшению числа мелких участников рынка.

Наконец, новый закон позволил ПФТС получить статус фондовой биржи. Это было необходимо, поскольку в новом законе (а также в других подзаконных актах и нормативных документах) существует только понятие фондовых бирж, а понятие «торговая система» отсутствует.

Приложение

Страны, с которыми Украина заключила соглашения об избежании двойного налогообложения

Страна	Дата вступления в силу	Ставка налога на репатриацию доходов, %
Австрия	20 мая 1999	2*/5**
Азербайджан	3 июл. 2000	10
Алжир	5 июн. 2003	10
Армения	19 ноя. 1996	10
Беларусь	30 янв. 1995	10
Бельгия	25 фев. 1999	2*/5**
Болгария	3 окт. 1997	10
Великобритания	11 авг. 1993	0
Венгрия	24 июн. 1996	10
Вьетнам	19 ноя. 1996	10
Германия	4 окт. 1996	2*/5**
Греция	26 сен. 2003	10
Грузия	1 апр. 1999	10
Дания	21 авг. 1996	10
Египет	27 фев. 2002	12
Индия	31 окт. 2001	10
Индонезия	9 ноя. 1998	10
Иран	21 июля 2001	10
Италия	25 фев. 2003	10
Казахстан	14 апр. 1997	10
Канада	22 авг. 1996	10
Кипр	26 авг. 1983	0
Киргизия	1 мая 1999	10
Китай	18 окт. 1996	10
Латвия	21 ноя. 1996	10
Литва	25 дек. 1997	10
Молдова	27 мая 1996	10
Нидерланды	11 фев. 1996	2*/10**
Норвегия	18 сен. 1996	10
Польша	24 мар. 1994	10
Португалия	11 мар. 2002	10
Российская Федерация	3 авг. 1999	10
Румыния	17 ноя. 1997	10
Сирия	4 мая 2004	10
Словакия	22 ноя. 1996	10
США	5 июн. 2000	0
Таджикистан	1 июн. 2003	10
Таиланд	22 сен. 2004	10*/15**
Туркменистан	21 окт. 1999	10
Турция	29 апр. 1998	10
Узбекистан	25 июл. 1995	10
Финляндия	14 фев. 1998	5*/10**
Франция	1 ноя. 1999	2*/10**
Хорватия	1 июн. 1999	10
Чехия	20 апр. 1999	5
Швейцария	26 фев. 2002	0*/10**
Швеция	4 июн. 1996	10
Эстония	24 дек. 1996	10
Югославия	29 ноя. 2001	10
Южная Корея	19 мар. 2002	5

*Ставка налога для банков и финансовых организаций

**Ставка налога для других юридических лиц

Источник: Государственная налоговая администрация Украины

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чье имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Файт Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова

Электроэнергетика

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100