

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Миракс Групп: доходность на высоте

- Миракс Групп специализируется на перспективном «премиум-сегменте» строительной отрасли: жилых комплексах бизнес-класса и офисных центрах класса «А». В частности, ключевым проектом является строительство башни «Федерация» на территории делового центра «Москва-Сити».
- Миракс Групп - первая российская строительная компания, осуществившая оценку своих финансов в соответствии со стандартами GAAP: заверенная международным аудитором (KPMG) отчетность за 2004 год, как ожидается, будет опубликована в конце августа – сентябре. Как следствие, эмитент является первой на рынке строительной компанией, финансовое состояние которой поддается адекватной оценке.
- Учитывая существенно более высокий уровень прозрачности Миракс по сравнению с другими компаниями отрасли, и, в то же время, высокую зависимость от одного ключевого проекта, а также необходимость премии за дебютный характер выпуска и первичное размещение, мы оцениваем справедливый уровень доходности к годовой оферте по облигациям Миракс Групп в пределах 15%-15.5% годовых, что соответствует ставке первого купона 14.48% - 14.94% годовых.

Оценка финансовых показателей:

Миракс Групп (неауд. GAAP) -  
1.71  
Низкий риск

Миракс Групп – строительный холдинг, образованный на базе московского подразделения корпорации «Строймонтаж» (Санкт-Петербург). Миракс объединяет в своей структуре несколько компаний, выполняющих функции подрядчика/заказчика/генерального инвестора по реализуемым проектам, и специализируется на двух основных направлениях строительного бизнеса:

- 1) Строительство жилых комплексов бизнес-класса. В течение 2000 – 2004 гг. Миракс Групп было сдано 2 объекта общей площадью 229.7 тыс. кв. метров: «Корона» и «Золотые ключи». В настоящий момент ведется строительство еще трех комплексов: «Дом на Таганке» (27 тыс.кв.м.), «Миракс-Парк» (305 тыс.кв.м.) и «Кутузовская ривьера» (170 тыс. кв.м.).
- 2) Строительство многофункциональных бизнес-центров. В 2004 году было завершено строительство офисного центра «Европа-Билдинг». В настоящий момент эмитент реализует два объекта: бизнес-центр Полларс (55.4 тыс.кв.м.), сдача которого запланирована на 2005-2006 гг., а также главный проект компании – строительство центральной башни «Федерация» делового центра Москва-Сити. Башня должна стать самым высоким зданием в Европе (340 метров), общая площадь составит 355 тыс. кв. м.

Помимо обозначенных проектов, уже находящихся в стадии реализации, перспективным направлением для дальнейшего роста должна стать программа по реконструкции жилого района Фили-Давыдково общей площадью 730 тыс. кв. м., рассчитанная до 2010 года. В настоящий момент Миракс является соинвестором по данному проекту, а до конца 2005 года планирует получить статус заказчика, застройщика и инвестора.

## Основные проекты Миракс Групп:

	Общ. площадь, тыс.кв.м.	Срок сдачи
Корона	97,5	Сдан, дек. 2003
Золотые ключи	110,3	Сдан, ноя.-дек. 2003
Золотые ключи (коттеджи)	6,2	Сдан, дек. 2003
Европа Билдинг	15,7	Сдан, 2004
Итого по сданным объектам:	229,7	
Дом на Таганке	27,0	2007
Полларс	55,4	3 кв.2005
Миракс-Парк	305,2	Поэтапно до 2008
Кутузовская Ривьера	170,0	4 кв.2006, 4 кв.2007
Проект "Федерация"	355,0	2007-2008
Итого по возводимым площадям:	912,6	

Источник: Данные компании

Московский рынок недвижимости, несмотря на некоторое замедление летом прошлого года, по-прежнему находится в стадии ценового роста: в 2004 году средняя стоимость квадратного метра жилья в столице подорожала на 21% в долларовом выражении, при этом спрос постепенно смещался в пользу более дорогих районов (в центре цена выросла на 27%) и типов домов (монолит подорожал на 25-26%).

В первом полугодии 2005 года, согласно экспертным оценкам, средняя цена жилья выросла еще на 6.7%. Спрос на недвижимость в крупных городах, в особенности, в Москве, подогревается растущими на фоне благоприятной макроэкономической ситуации в стране доходами населения и постепенным развитием ипотечных программ. В то же время, на московском рынке не предвидится увеличения объемов строительства в силу отсутствия большого количества новых строительных площадок, а работа на территории промышленных зон и на месте ветхого жилья требует значительных капиталовложений. Кроме того, дополнительным фактором, способным привести к росту стоимости жилья, потенциально может стать новый закон о долевом строительстве, усложняющий привлечение средств дольщиков и, тем самым, увеличивающий вероятность использования строителями заемных средств на начальном этапе строительства, проценты по которым могут лечь на плечи покупателей в виде повышения цен.

В целом, в 2005 году прогнозируется рост цен на уровне 10-15% на фоне стабильного спроса и, в то же время, ограниченного предложения жилья. Кроме того, ожидается, что продолжится перераспределение спроса в пользу новостроек и «премиум-сегмента» строительного рынка, в том числе, жилья бизнес-класса с качественной инфраструктурой. Таким образом, рыночный сегмент, в котором оперирует Миракс Групп, представляется перспективным с точки зрения дальнейшего роста.

Рынок коммерческой недвижимости в Москве также на подъеме: рост деловой активности стимулирует спрос на высококачественные офисные здания (в особенности, класса «А»), который в целом опережает объем предложения. Так, в прошлом году, по данным риэлтерской компании Knight Frank, общий объем сданных и проданных офисных площадей класса «А» и «Б» составил 705 тыс. кв. м., при том, что построено было 682 тыс. кв. м. В итоге доля свободных площадей класса «А» снизилась с 8% до 4.7%, а арендные ставки выросли на 6.3%. В целом, согласно прогнозам экспертов, в течение ближайших пяти лет цены на коммерческую недвижимость класса «А» в Москве должны вырасти более чем на 60%, а арендные ставки стабилизироваться на фоне ожидаемого завершения строительства нескольких крупных проектов, в том числе, на территории Москва-Сити.

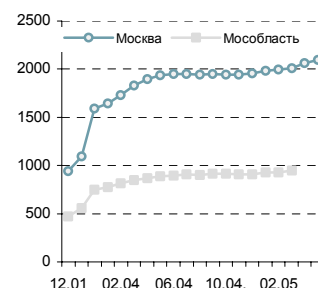
Одним из наиболее масштабных проектов, в частности, является строительство комплекса «Федерация» в деловом центре Москва-Сити, осуществляемое Миракс Групп. Общая площадь здания, состоящего из двух башен 57 и 85 этажей, должна составить 355 тыс. кв. м., из которых 131 тыс. кв. м. будет отведено под офисы класса «А», 68 тыс. кв. м. – под элитные квартиры, и еще 32 тыс. кв. м. под объекты инфраструктуры (магазины, рестораны, и т.п.). Строительство предполагается закончить в 2008 году.

«Федерация» станет ключевым объектом компании на ближайшие несколько лет. Общий объем инвестиционных затрат на строительство небоскреба, по оценке компании, должен составить 505.5 млн. долл., при этом, большая часть будет осуществлена в 2005-2007 гг. Текущие масштабы бизнеса Миракс Групп не позволяют финансировать столь существенные расходы за счет собственных ресурсов, поэтому на начальном этапе строительство будет осуществляться преимущественно на заемные средства. В частности, в феврале текущего года под строительство башни ВТБ открыл Миракс Групп пятилетнюю кредитную линию объемом 250 млн. долл.: предполагается, что этот лимит будет выбираться постепенно по мере возведения здания.

Продажу площадей в новом здании планируется начать в 3-4 квартале текущего года. Основываясь на предварительной оценке спроса со стороны потенциальных покупателей, эмитент рассчитывает получить доход от реализации квартир и офисов в «Федерации» в

## Московский рынок недвижимости

Средняя удельная цена предложения квартир в Москве и Подмосковье, \$/кв. м



Источник: www.realtymarket.ru

«Федерация»: ключевой проект компании на 2005-2008 гг.

размере 51.2 млн. долл. по итогам этого года. При этом, на 2006 запланированы продажи на уровне 153 млн. долл., что превышает годовой уровень инвестиционных затрат (132.6 млн. долл.). Учитывая, что проект пока находится на начальной стадии, и продажи площадей еще не ведутся, оценить спрос и объемы реализации на более длинном горизонте можно только весьма приблизительно. Предварительная консервативная оценка компании объема реализации на 2007 год составляет 33.8 млн. долл., затраты на строительство составят 174.4 млн. долл. Таким образом, текущий бизнес-план предполагает отрицательный денежный поток по проекту в 2007 году в размере 37.1 млн. долл.

Между тем, после окончания строительства башни в 2008 году помимо реализации площадей Миракс начнет получать доходы от сдачи помещений в аренду: в 2008-2018 гг. объем операционных доходов может составить 1.025 млрд. долл., что превысит выручку от продаж квартир (814.7 млн. долл.). В итоге, показатель денежного потока в 2008-2009 гг. выйдет из отрицательной зоны.

Прогноз денежного потока по проекту «Федерация», млн. долл.:

	2004	2005П	2006П	2007П	2008-2018П	Всего
Отток средств:						
Инвест. затраты	23,4	105,0	154,9	212,4	855,5	1351,3
Операционные издержки	18,3	93,3	132,6	174,4	77,2	495,8
Операционные издержки	0,0	11,7	22,3	28,9	357,2	420,2
Погашение кредитов и займов	5,2	0,0	0,0	9,1	421,1	435,3
Приток средств:						
Операционные доходы (аренда)	4,5	174,8	180,4	175,3	1799,9	2334,9
Операционные доходы (аренда)	0,0	8,2	27,5	6,1	983,5	1025,3
Инвест. доходы (продажа площадей)	0,1	51,2	152,9	33,8	576,6	814,6
Привлеченные займы и кредиты	4,4	115,4	0,0	135,4	239,8	495,0
Денежный поток	-18,9	69,8	25,5	-37,1	944,4	983,6

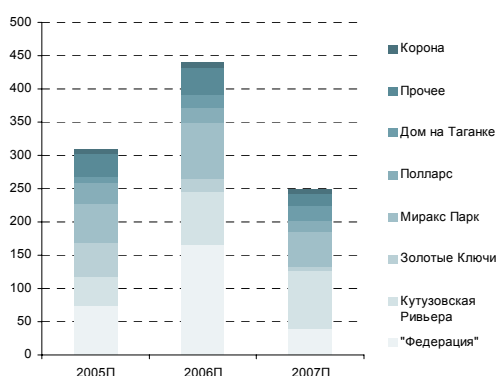
Источник: Данные компании

Без учета привлечения и погашения кредитов, разница между доходами и расходами по проекту «Федерация» (операционный денежный поток) в 2005 году будет отрицательной и составит -45.6 млн. долл. В то же время, рассматривая бизнес эмитента в целом, стоит отметить, что это будет компенсировано денежными потоками по другим, менее масштабным проектам, предполагающим более быструю отдачу. В 2007 году по предварительной оценке отрицательный результат по проекту «Федерация» может составить 163 млн. долл.: порядка 85% от этой величины будет покрываться прибылью от прочих проектов компании, что сокращает общий отрицательный результат до 23.5 млн. долл.

Общий объем доходов от строительства по всем проектам в 2005 году, в соответствии с бизнес-планом, составит 295.1 млн. долл. В 2006 ожидается 54% рост доходов до 455.1 млн. долл., при этом в структуре поступлений более 39% приходится на проект «Федерация». Свыше 36% доходов эмитенту должны обеспечить проекты «Миракс Парк» и «Кутузовская Ривьера», на финансирование которых предполагается направить основную часть облигационного займа.

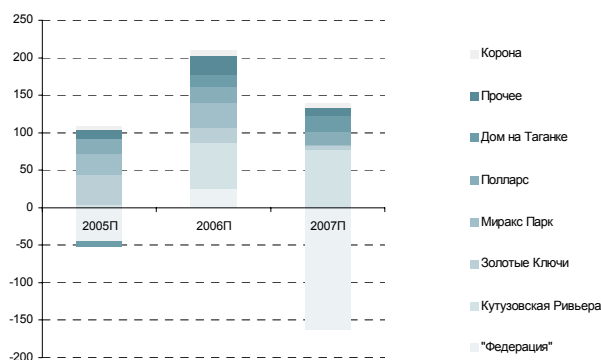
Предварительная оценка на 2007 год – 248.6 млн. долл. При этом, учитывая существенную долю проекта «Федерация» в общем объеме доходов, последнее значение является весьма приблизительным.

Доходы от строительства, млн. долл., 2005П-2007П:



Источник: Данные компании

Операционные денежные потоки проектов Миракс Групп, млн. долл., 2005П-2007П:



Источник: Данные компании

Анализ финансов традиционно является основным препятствием на пути адекватной оценки кредитного качества большинства российских строительных компаний. Во-первых, неконсолидированная отчетность по РСБУ не дает полного представления о масштабах бизнеса строительных холдингов, включающих множество предприятий. Во-вторых, из-за отраслевой специфики финансового учета реальные денежные потоки существенно занижаются: объемы выручки, отраженные в отчете о прибылях и убытках, ограничиваются лишь той частью, которая относится к объектам, сданным по актам госкомиссии и оформленным в собственность. При этом, хотя из баланса и можно вычленить объем привлеченных инвестиционных взносов и понесенных затрат на строительство, всегда существует вероятность того, что они приходится на разные промежутки времени. Как следствие, адекватно оценить прибыль строительной компании на основе отчетности не представляется возможным.

Новые возможности для оценки финансового состояния строительных компаний раскрывает отчетность, составленная в соответствии со стандартами GAAP. В основе составления отчетности лежит метод начисления выручки пропорционально проценту завершения строительного проекта. Согласно данному методу, в течение отчетного периода фактические затраты на строительство накапливаются на счете «Незавершенное строительство», а инвестиционные взносы дольщиков по мере поступления отражаются на счете «Целевое финансирование», что имеет определенные сходства с РСБУ. Затем, пропорционально фактической готовности объекта, который определяется отношением фактических затрат на строительство в течение отчетного периода к общей сумме запланированных на объект затрат, выручка учитывается в отчете о прибылях и убытках, уменьшая на соответствующую величину статью «Целевое финансирование». Пропорционально выручке затраты из балансовой строки «Незавершенное строительство» переносятся на себестоимость. Таким образом, содержание отчетных форм приводится в соответствие с их функциональным назначением.

Миракс Групп – первая российская строительная компания, осуществившая оценку своих финансов в соответствии со стандартами GAAP: заверенная международным аудитором (KPMG) отчетность за 2004 год, как ожидается, будет опубликована, в конце августа – сентябре. Как следствие, эмитент является первой на рынке строительной компанией, финансовое состояние которой поддается адекватной оценке, и для которой не характерен традиционный для строительной отрасли риск низкой прозрачности.

В соответствии с консолидированной отчетностью Миракс Групп по стандартам GAAP, объем выручки в прошлом году составил 3.66 млрд. рублей, несколько снизившись по сравнению с уровнем 2003 года (3.75 млрд. рублей). На общий результат повлияло снижение поступлений от реализации построенного объекта «Корона», основные продажи по которому пришлось на 2003 год. В то же время, по объекту «Полларс» продажи начались только в 2004 году, а по строящимся «Миракс Парк» и «Кутузовская Ривьера» - в начале 2005 года.

Операционные показатели компании, млн. руб.:

	Выручка		Себестоимость		Валовая прибыль		Валовая рентабельность	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
Корона	1 144,8	659,8	691,4	398,5	453,4	261,3	40%	40%
Золотые ключи	2 562,3	2 497,4	1 158,1	1 128,7	1 404,3	1 368,7	55%	55%
Полларс	0,0	386,4	0,0	165,6	0,0	220,8	-	57%
прочее	50,1	119,6	1,6	19,8	48,5	99,7	97%	83%
Итого	3 757,2	3 663,1	1 851,1	1 712,6	1 906,1	1 950,5	51%	53%

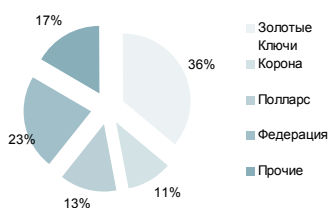
Источник: отчетность эмитента по GAAP за 2004 год

Растущий ценовой тренд на рынке жилья в прошлом году обеспечил Миракс Групп довольно высокую норму прибыли: валовая рентабельность по основным проектам колебалась в пределах 40%-57%.

Прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации в 2003-2004 гг. составила 1.5 млрд. рублей и 1.346 млрд. рублей соответственно, обеспечив EBITDA margin на уровне 40% и 37%. Рентабельность по чистой прибыли (748 млн. рублей) снизилась с 27% по итогам 2003 года под влиянием растущих процентных платежей, однако осталась на вполне приемлемом уровне - 20%.

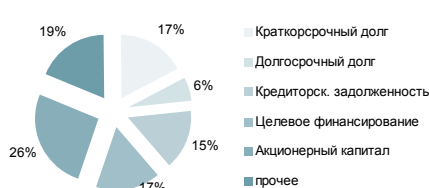
В структуре активов наиболее весомая доля приходится на дебиторскую задолженность (46%) и незавершенное строительство (40%): по последней статье отражаются инвестиционные затраты по объектам, не отнесенные на себестоимость по принципу пропорциональности выручке (т.е. пропорционально степени готовности объекта). В частности, 36% незавершенного строительства приходится на жилой комплекс «Золотые ключи», 23% составляют затраты по проекту «Федерация».

Незавершенное строительство, 2004:



Источник: отчетность эмитента по GAAP за 2004 год

Структура пассивов, 01.01.2005:



Источник: отчетность эмитента по GAAP за 2004 год

В пассивах по состоянию на 01.01.2005 доля кредиторской задолженности составляла 15%, доля неучтенных в выручке поступлений средств от инвесторов (целевое финансирование) – 17%. Долговая нагрузка эмитента является довольно умеренной: за счет кредитов и займов формировалось лишь 23% валюты баланса, при этом порядка 75% от общей суммы долга покрывалось годовой EBITDA.

Кредитный портфель, 04.07.2005:

	Лимит, млн. долл.	Фактич. задолж-ть, млн. долл.	Ставка	Срок погашения
<b>Краткосрочный долг</b>				
Альфа-Банк	1,45	1,45	12,75	авг.05
<b>Долгосрочный долг</b>				
Альфа-Банк	32,4	24,886	12.75% - 14.25%	июн.06, дек.07
ВТБ	250	20,514	10%	2010
<b>Итого</b>	<b>282,4</b>	<b>46,85</b>		

Источник: Данные компании

За первое полугодие текущего года общий объем кредитов и займов Миракс Групп сократился с 64 млн. долл. (на 01.01.2005) до 46.8 млн. долл. Большая часть кредитного портфеля приходится на долгосрочные обязательства: два кредита Альфа-Банка общим объемом 24.886 млн. долл. и сроком погашения в июне 2006 и декабре 2007 гг., а также пятилетний кредит ВТБ в рамках открытой кредитной линии. Как уже отмечалось, эмитент планирует выбирать лимит по данной кредитной линии по мере продвижения строительства комплекса «Федерация». Кроме того, на финансирование данного проекта будет направлена часть средств, привлеченных в ходе размещения облигационного займа. Таким образом, хотя в перспективе долговая нагрузка, безусловно, увеличится, этот процесс будет происходить постепенно, параллельно с ростом масштабов бизнеса компании.

Оценка финансового состояния:

	2003 GAAP		2004 GAAP	
	К	Оценка	К	Оценка
<b>*** Структура капитала ***</b>				
Leverage ratio	0,68	0,5	0,49	1,7
Debt ratio	0,44	0,1	0,24	2,1
Current ratio	0,93	0,7	1,24	2,0
Cash ratio	0,07	0,8	0,05	0,4
<b>*** Рентабельность ***</b>				
Net Margin	0,27	3,0	0,20	3,0
EBITDA Margin	0,40	3,0	0,37	3,0
Operating Margin	0,36	3,0	0,33	3,0
<b>*** Адекватность денежных потоков ***</b>				
Total debt/EBITDA	1,84	2,2	1,32	2,7
CFO/Total debt*	-0,68	0,0	-0,56	0,0
EBIT interest coverage	8,34	2,6	4,45	1,6
<b>*** Динамика финансовых показателей ***</b>				
Динамика выручки	-	-	-0,03	0,7
Динамика прибыли	-	-	-0,11	0,2
<b>Оценка надежности</b>		<b>1,59</b>		<b>1,71</b>

Источник: Отчетность по GAAP за 2004 год, расчеты Банка ЗЕНИТ

Облигации строительных компаний на рынке рублевого долга традиционно позиционируются в числе наиболее доходных. Главными факторами, определяющими отношение инвесторов к строительным выпускам, являются крайне низкая прозрачность заемщиков и отсутствие понятной консолидированной отчетности, а также существующие неопределенности в отношении дальнейшего развития отрасли и чрезмерная долговая нагрузка отдельных компаний.

Бесспорным преимуществом Миракс Групп по сравнению с имеющими публичные займы

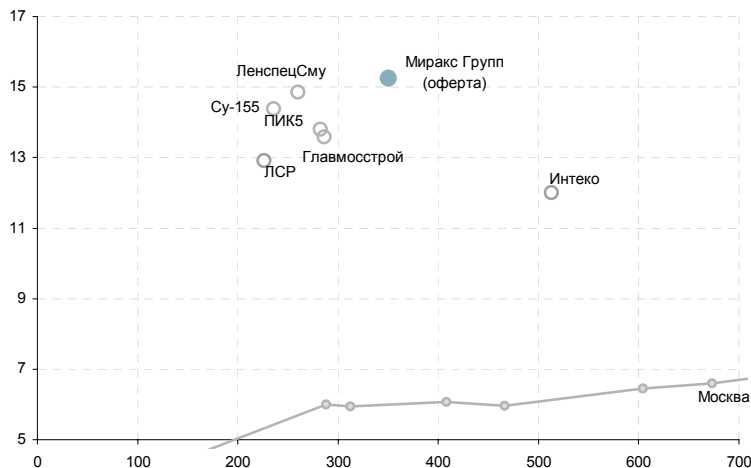
Позиционирование выпуска

участниками отрасли является наличие отчетности по МСФО, корректно отражающей денежные потоки и позволяющей адекватно оценивать финансовое состояние. При этом, оценка финансов по итогам 2004 года позволяет отнести компанию, в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ, к группе низкого риска – как по показателям рентабельности, так и по долговой нагрузке и уровню покрытия долга.

В то же время, эмитент уступает большинству других представленных на рынке строителей в масштабах бизнеса. Кроме того, фактором риска для Миракс является высокая зависимость от успеха реализации одного проекта («Федерация»), который, как предполагается, будет формировать существенную долю денежного потока в будущем, но требует больших затрат и привлечения дополнительных заемных средств в настоящем.

В целом, учитывая дебютный характер выпуска и необходимость определенной премии за первичное размещение, справедливый уровень доходности к годовой ofercie по облигациям Миракс Групп мы оцениваем в пределах 15%-15.5% годовых, что соответствует ставке первого купона 14.48% - 14.94% годовых.

Доходность облигаций строительных компаний, 29.07.05:



Источник: Расчеты Банка ЗЕНИТ

Яков Яковлев  
y.yakovlev@zenit.ru

## Приложение: Проформа консолидированной бухгалтерской отчетности Миракс-Групп по GAAP

Бухгалтерский баланс и отчет о прибылях и убытках, тыс. руб.:

	2004	2003 (неаудированно)
Оборотные активы	4 037 179	3 383 669
Денежные средства	155 630	251 564
Дебиторская задолженность за вычетом резерва по сомнительным долгам	3 448 064	2 715 173
Запасы	195 321	173 868
Прочее	238 164	243 064
Финансовые вложения	27 834	138 610
Долгосрочная дебиторская задолженность	6 544	25 427
Внеоборотные активы	3 451 958	2 795 898
Основные средства	441 949	42 548
Незавершенное строительство	3 010 009	2 753 350
<b>ИТОГО АКТИВЫ</b>	<b>7 523 515</b>	<b>6 343 604</b>
Краткосрочные обязательства	3 248 666	3 626 472
Текущие кредиты и займы	469 721	1 207 466
Текущая часть долгосрочного кредита	841 701	893 944
Кредиторская задолженность	1 121 144	977 917
Прочее	816 100	547 145
Долгосрочные обязательства	2 314 461	1 771 094
Долгосрочные кредиты и займы	463 613	662 727
Доходы будущих периодов/Целевое финансирование	1 241 806	736 689
Реструктуризация налога на прибыль	609 042	371 678
Акционерный капитал	1 917 781	946 038
Акции	600 015	15
Нераспределенная прибыль	1 317 766	946 023
Доля миноритарных акционеров	42 607	-
<b>ИТОГО АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>7 523 515</b>	<b>6 343 604</b>

	2004	2003 (неаудированно)
Реализация	3 663 119	3 757 160
Себестоимость	-1 712 607	-1 851 067
Валовая прибыль	1 950 512	1 906 093
Коммерческие, общие и административные расходы	-729 718	-536 674
Операционный доход	1 220 794	1 369 419
Прочие доходы	109 044	120 816
Прочие расходы	298 882	-178 609
Доход до учета налога на прибыль	1 030 956	1 311 626
Налог на прибыль	-282 533	-315 406
Чистый доход, в т. ч.	748 423	996 220
Доля владельцев материнской компании	705 816	996 220
Доля миноритарных акционеров	42 607	-

## Отчет о движении денежных средств, тыс. руб.:

	2004	2003 (неаудированно)
Чистый доход	705 816	996 220
Корректировки для сопоставления чистого дохода и чистых денежных средств, обеспеченных в результате операционной деятельности:		
Износ и амортизация основных средств	16 848	10 217
Затраты на строительство, отраженные в себестоимости реализации	1 692 766	1 849 485
Отраженная выручка от строительства	-3 543 542	-3 707 099
Прибыль от выбытия основных средств	-4 302	-6 773
Проценты к уплате	-303 427	-179 854
Доля миноритарных акционеров	42 607	-
Налог на прибыль	282 525	315 406
Увеличение запасов	-21 453	-48 688
Увеличение дебиторской задолженности покупателей и заказчиков	-21 175	-22 545
Увеличение оборотных активов	-511 808	-1 736 265
Увеличение краткосрочных обязательств	18 938	185 544
Увеличение прочих обязательств	366 098	277 855
Налог на прибыль уплаченный	-18 015	3 385
Проценты уплаченные	303 427	179 854
Чистые денежные средства, обеспеченные в результате операционной деятельности	-994 697	-1 883 258
Потоки денежных средств в результате инвестиционной деятельности:		
Поступления от выбытия основных средств	257 705	16 049
Поступления от выбытия финансовых вложений/прочих активов	138 436	-
Чистое изменение займов связанным сторонам	18 883	553 583
Осуществление финансовых вложений	-27 660	-138 610
Финансовые вложения в проекты незавершенного строительства	-2 619 077	-2 804 450
Взносы покупателей за приобретение квартир	3 853 650	2 758 210
Чистые денежные средства, использованные в инвестиционной деятельности	1 621 937	384 782
Денежные средства от финансовой деятельности:		
Поступления в результате выпуска обыкновенных акций	600 000	-30 150
Поступления заемных средств	3 413 278	4 783 945
Выплата займов	-4 402 379	-2 892 081
Дивиденды выплаченные/Суммы к распределению акционерам	-334 073	-201 400
Чистые денежные средства, обеспеченные в результате финансовой деятельности	-723 174	1 660 314
Чистое увеличение (уменьшение) денежных средств и их эквивалентов за год	-95 934	161 838



# Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36  
WEB: <http://www.zenit.ru>

## Начальник Департамента

Вадим Соломахин

vadim@zenit.ru

## Управление продаж

sales@zenit.ru

### Начальник управления

Константин Пospelов

konstantin.pospelov@zenit.ru

### Еврооблигации

Владислав Григорьев

v.grigoriev@zenit.ru

### Рублевые облигации

Алексей Третьяков

a.tretyakov@zenit.ru

### Рублевые облигации

Роман Попов

r.popov@zenit.ru

### Акции

Игорь Чемолосов

i.chemolosov@zenit.ru

### Брокерское обслуживание

Тимур Мухаметшин

t.mukhametshin@zenit.ru

### Конверсионные операции

Алексей Воробьев

a.vorobiev@zenit.ru

## Аналитическое управление

Акции

research@zenit.ru

Облигации

firesearch@zenit.ru

### Рублевые облигации

Яков Яковлев

y.yakovlev@zenit.ru

### Еврооблигации

Александр Доткин

a.dotkin@zenit.ru

### Анализ кредитных рисков

Ольга Ефремова

o.efremova@zenit.ru

### Акции

Евгений Суворов

e.suvorov@zenit.ru

### Акции

Мария Сулима

m.sulima@zenit.ru

### Акции

Дмитрий Лукашов

d.lukashov@zenit.ru

## Управление доверительного управления активами

### Начальник управления

Сергей Матюшин

s.matyushin@zenit.ru

## Управление валютно-финансовых операций

gko@zenit.ru

### Начальник управления

Кирилл Копелович

kopelovich@zenit.ru

## Управление организации долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

### Начальник управления

Роман Пивков

roman.pivkov@zenit.ru

## Управление корпоративного финансирования

### Начальник управления

Максим Васин

vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.