

## Главстрой

### От городского подрядчика к интегрированному девелоперу

- **Справедливый купон – около 10%.** До десятого сентября должен быть установлен новый купон по выпуску Главмосстрой Финанс-2. В данном отчете мы сравниваем Главстрой с СУ-155, ЛенСпецСМУ и Группой ЛСР. Хотя с учетом текущей конъюнктуры рынка сложно давать оценки на основе относительной стоимости кредитного риска, нам кажется обоснованной ставка купона на уровне 10% годовых.
- **Поддержка от акционера.** Судя по заключению КПМГ, Базовый Элемент несет некоторые моральные обязательства по поддержке Главстроя, которые, видимо, оформлены так же, как и в случае другого актива Базового Элемента – Группы ГАЗ. Наша оценка справедливого купона сделана с учетом дисконта на 75-100 б. п., обусловленного структурой собственности Главстроя.
- **Главстрой ≠ Главмосстрой.** Новая стратегия и структура группы основываются на девелопменте полного цикла – от производства стройматериалов до инжинирингового бизнеса. Однако доля низкорентабельных подрядных работ будет снижаться довольно медленно.
- **Большой, но «молодой» портфель проектов.** В настоящий момент собственный портфель перспективных проектов Главстроя превышает 16.6 млн кв. м в Москве, Московской области, Санкт-Петербурге и других регионах. Большую часть существующих проектов планируется завершить в 2009-2010 гг.
- **Отрицательный денежный поток.** В ближайшие два года, пока портфель проектов недостаточно сбалансирован, операционный денежный поток компании будет негативным, и Главстрою придется привлекать заемные средства или акционерный капитал.
- **«Стабилизаторы» выручки.** Денежный поток компании выравнивается за счет работ по городскому заказу (что снижает риски, связанные с продажей площадей на этапе строительства) и поступлений от реализации собственных стройматериалов.
- **Высокая долговая нагрузка** сформировалась из-за приобретения Главстроем активов преимущественно за счет долга. Уровень фактической субординации держателей облигаций Главстроя (как необеспеченных кредиторов) вполне приемлемый.
- **Стандартные для отрасли риски.** Как и сопоставимые компании, Главстрой подвержен многочисленным рискам, связанным с юридической чистотой ведения бизнеса. Кроме того, из-за «молодой» структуры девелоперского портфеля стоимость незавершенных проектов Главстроя довольно чувствительна к изменениям на рынке недвижимости.

# Относительная стоимость

До десятого сентября корпорация Главстрой должна объявить новую купонную ставку по облигациям Главмосстрой Финанс-2. С учетом новой структуры корпорации наименование эмитента было изменено на Главстрой Финанс, и по выпуску планируется предоставить дополнительное обеспечение со стороны ключевых субхолдинговых компаний Главстроя. Принимая во внимание текущее состояние рынка, мы полагаем, что эмитент предпочтет объявить следующую оферту через год. На такой горизонт справедливой нам представляется ставка около 10% годовых. Вряд ли можно делать более точные выводы в нынешних условиях, когда общая переоценка кредитного риска еще не завершена, а доходности вторичного рынка очень изменчивы.

## Сопоставимые компании

На наш взгляд, в качестве ориентиров для облигаций Главстроя более всего подходят долговые обязательства СУ-155, ЛенСпецСМУ и ЛСР. Несмотря на значительные различия между ними, перечисленные компании занимают лидирующие позиции в строительном бизнесе и имеют ряд общих черт: ориентация на сегмент массовой застройки, высокая степень вертикальной интеграции, а также крупные портфели будущих девелоперских проектов. Абсолютный размер портфеля будущих проектов важен для оценки стоимости девелоперского бизнеса, однако для крупных представителей сектора его размер перестает быть безусловно позитивным кредитным фактором. В этой связи в настоящем отчете мы не сравниваем портфели будущих проектов, а предлагаем лишь краткое описание каждой компании.

- СУ-155 в настоящий момент превосходит Главстрой по физическому объему строительства (объем вводимых площадей СУ-155 составляет около 1 млн кв. м в год) и по доле коммерческих проектов (примерно 70%). Мощности Главстроя по производству железобетонных изделий (ЖБИ) примерно на 75% больше производственных мощностей СУ-155. Обе компании активно расширяют региональный бизнес, однако у СУ-155 он является более диверсифицированным с географической точки зрения. С одной стороны, портфель СУ-155 лучше сбалансирован по срокам реализации: ожидаемый денежный поток компании по существующим проектам на ближайшие годы положителен. С другой стороны, в отличие от Главстроя, СУ-155 публикует консолидированную отчетность только по данным управленческого учета, что повышает информационные риски.
- Объем сданного Главстроем в прошлом году жилья в 2.5 раза превысил аналогичный показатель ЛенСпецСМУ. Однако фактическое различие между компаниями меньше из-за того, что в конце 2006 г. в Санкт-Петербурге сложилась ситуация, когда ввод в эксплуатацию многих готовых объектов был перенесен на следующий год. Кроме того, у петербургских девелоперов намного меньше обременений, чем у их московских коллег, и, соответственно, доля собственных продаваемых площадей в завершенных проектах выше. Общая черта – географическая концентрация рисков обеих компаний и их зависимость от рынка Санкт-Петербурга (хотя для ЛенСпецСМУ этот фактор, конечно, более существенен). Денежные потоки обеих компаний сбалансированы за счет сегмента подрядных работ для внешних заказчиков (в случае ЛенСпецСМУ – промышленных компаний). ЛенСпецСМУ присвоен рейтинг от Standard & Poor's на уровне В, прогноз «стабильный». Условия выпуска CLN ЛенСпецСМУ включают ряд ограничительных условий, призванных поддержать финансовую дисциплину холдинга (хотя, на наш взгляд, эти ограничения сформулированы не самым эффективным образом).
- Группа ЛСР – скорее производитель строительных материалов, чем девелопер (производственный сегмент обеспечивает 2/3 выручки компании). По отдельным видам стройматериалов (газобетон, товарный бетон, керамический кирпич, нерудные материалы) ЛСР занимает лидирующие позиции как в Санкт-Петербурге, так и в целом по России. Компания подвержена рискам строительной отрасли, но при этом меньше зависит от предварительной продажи жилья – типичного и основного риска для девелоперов. Агентство Moody's оценивает кредитные риски ЛСР на уровне В1, прогноз «стабильный».

## Финансовый анализ

Основные финансовые показатели анализируемых компаний приведены в *табл. 1* (за исключением СУ-155, которое не предоставляет консолидированные данные по МСФО). Отчетность всех компаний в целом сопоставима. Выручка от предварительной продажи недвижимости признается в момент сдачи объекта госкомиссии, в результате чего возникает значительный разрыв между показателями из отчета о прибыли и убытках и денежными потоками. Хотя, на наш взгляд, нецелесообразно использовать показатели прибыли или EBITDA для анализа компаний, работающих в секторе недвижимости (см. наш отчет «*Облигации девелоперов: работать в каске!*» от 23 апреля 2007 г.), они приведены в *табл. 1*, поскольку многие участники рынка по-прежнему ориентируются на них. Главстрой и ЛенСпецСМУ не переоценивают существующие проекты и права застройки в своих финансовых результатах; в случае с ЛСР мы скорректировали отчетность для исключения эффекта переоценки.

**Таблица 1. Основные финансовые показатели девелоперов по МСФО за 2006 г.**

млн руб., если не указано иное	Главстрой	ЛенСпецСМУ	Группа ЛСР
Выручка	28 228	7 712	21 111
Операционная прибыль	702	688	2 505
Скорректированный показатель EBITDA	1 743	729	3 720
Рентабельность скорректированной EBITDA	6.2%	9.5%	17.6%
Операционный поток до изменений в оборотном капитале	9	904	3 790
Операционный поток до процентов и налогов	(2 401)	751	2 385
Процентные платежи (по отчету о движении денежных средств)	1 637	162	1 056
Операционный поток до процентов и налогов / Процентные платежи	(1.5)	4.6	2.3
Собственный капитал	5 344	1 005	5 140
Активы	70 409	13 585	38 741
Коэффициент обеспеченности собственным капиталом	7.6%	7.4%	13.3%
Краткосрочный долг	14 449	255	5 757
Долгосрочный долг	11 739	2 351	8 721
Совокупный долг	26 188	2 606	14 478
Совокупный долг/скорректированная EBITDA	15.0	3.6	3.9
Предоплата покупателей недвижимости	13 505	7 651	13 519
Доля предоплаты покупателей недвижимости в активах	19.2%	56.3%	34.9%

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

По итогам сравнительного анализа отчетности и планов развития Главстроя и сопоставимых компаний мы делаем следующие выводы:

- **Структура портфеля.** В прошлом году для Главстроя была характерна низкая рентабельность ввиду следующих факторов: во-первых, в структуре сдаваемых площадей преобладали объекты, построенные по муниципальному заказу; во-вторых, большая часть собственных проектов компании находится на ранней стадии реализации. После консолидации дочерних компаний в конце 2005 г. и на протяжении 2006 г. Главстрой не приобретал новых проектов. При этом баланс компании на конец 2006 г. на 27% состоял из прав на застройку по тем объектам, на которых строительство еще не было начато. Такая большая доля нематериальных активов на балансе объясняется тем, что при покупке дочерних компаний Главстроем агентство American Appraisal оценило права на застройку по рыночной цене. Если бы работа по соответствующим проектам началась, они были бы отнесены к категории запасов.
- **Отрицательный денежный поток в 2007-2008 гг.** По нашим оценкам, существующий портфель проектов будет требовать дополнительных вложений в незавершенное строительство еще полтора-два года и начнет генерировать денежные потоки только в 2009 г. Как мы полагаем, Главстрой не готов жертвовать значительной долей рентабельности для получения денежного потока на более ранней стадии (например, посредством активных продаж недвижимости на этапе строительства). Для финансирования дефицита денежных средств Главстрою, скорее всего, придется наращивать долг. Компании, которые начали формирование своего собственного девелоперского портфеля раньше Главстроя (к ним относятся СУ-155 и ЛенСпецСМУ), отличаются более сбалансированной структурой денежного

потока и способны финансировать начальные этапы уже существующих проектов за счет продажи завершенных объектов. Это различие между Главстроем и сопоставимыми компаниями мы считаем основным для оценки относительных рисков. Приобретение новых проектов также потребует дополнительного внешнего финансирования, однако этот риск присущ всем активно растущим девелоперам и не является специфичным для Главстроя.

- **Высокая долговая нагрузка.** По итогам 2006 г. совокупный финансовый долг Главстроя составлял почти 93% выручки. Значительный долг сформировался в конце 2005 г. (и, в меньшей степени, на протяжении 2006 г.) из-за приобретения контрольных, а затем и миноритарных пакетов акций дочерних предприятий у связанных сторон. Кроме того, в прошлом году долг увеличился из-за отрицательного операционного денежного потока, связанного с существенным увеличением объемов строительства и оборотного капитала. Из положительных факторов нам бы хотелось отметить значительную долю заемных средств, предоставленных материнской компанией (22%), а также вполне приемлемый уровень фактической субординации держателей облигаций. На конец 2006 г. примерно 50% долга Главстроя было обеспеченным. Это вполне сопоставимо с тем уровнем обеспеченного долга, который разрешается условиями выпуска CLN ЛенСпецСМУ (компания должна держать, по крайней мере, 25% активов свободными от залога).
- **Значительный запас ликвидных активов.** Корректно оформленные права на застройку сейчас являются очень ликвидным активом. Мы считаем позитивным тот факт, что 74% финансового долга Главстроя на конец прошлого года покрывалось такими правами (которые были оценены по рыночной стоимости на момент покупки Главстроем соответствующих дочерних компаний).
- **«Стабилизаторы» выручки.** В структуре финансирования бизнеса Главстроя средства, полученные от будущих покупателей жилья, занимают гораздо меньшую долю, чем у сопоставимых компаний. Данный факт, а также своевременная оплата работ, выполненных по городскому заказу, и собственное производство стройматериалов позволяют сбалансировать денежные потоки Главстроя. При этом снижается зависимость компании от притока денежных средств в ситуациях временной нестабильности на рынке недвижимости.

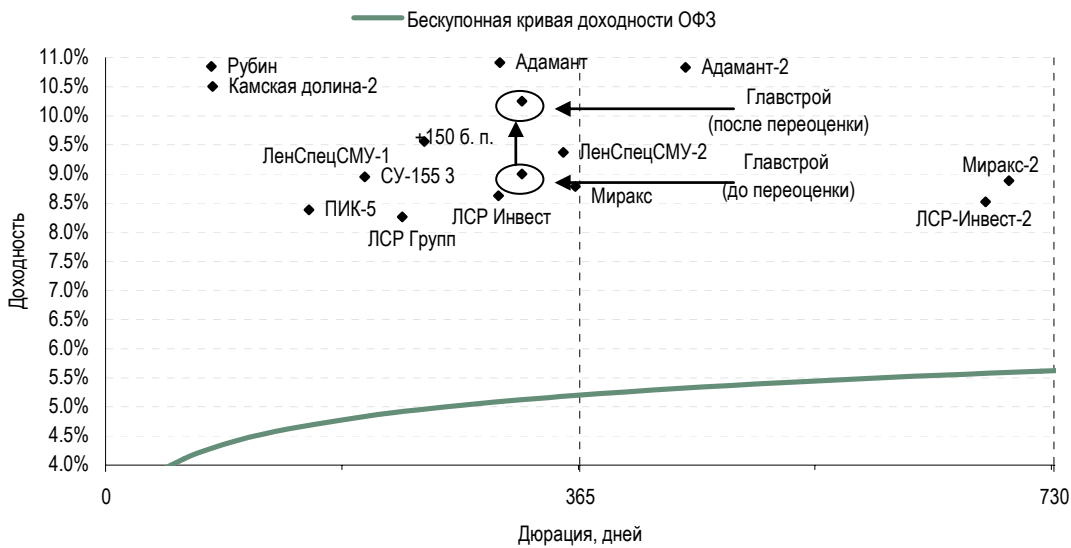
#### **Вывод: оценка справедливой доходности**

Учитывая текущее состояние рынка и резкое снижение ликвидности облигаций девелоперов, любые оценки относительной стоимости корпоративного долга на основе нынешних котировок вторичного рынка крайне неустойчивы. В этой связи мы оценили гипотетическую справедливую доходность облигаций Главстроя по состоянию на конец июля, а затем повысили оценку с учетом среднего значения расширения спредов облигаций девелоперов за последний месяц. Таким образом, мы оцениваем справедливую доходность облигаций Главстроя в четыре этапа:

1. По итогам сравнительного анализа кредитных рисков Главстроя и сопоставимых компаний мы считаем, что в стабильной ситуации собственный кредитный риск Главстроя (без учета поддержки акционера) должен торговаться относительно ЛенСпецСМУ и СУ-155 со спредом 50-75 б. п., а относительно ЛСР – со спредом порядка 125-100 б. п.
2. В большинстве случаев мы сдержанно относимся к фактору поддержки со стороны акционеров. Отсутствие дополнительных условий у выпусков рублевых облигаций не позволяет рассчитывать на то, что инвесторы смогут «выйти» из кредитного риска Главстроя, если, например, Базовый Элемент решит продать корпорацию. Однако в данном случае можно говорить о более высокой вероятности помощи со стороны акционеров, поскольку Базовый Элемент взял на себя некоторые моральные обязательства по поддержке корпорации, которые, видимо, оформлены так же, как в случае с Группой ГАЗ (судя по примечаниям к отчетности, аудированной КПМГ). На наш взгляд, дисконт, обусловленный поддержкой акционеров, в данном случае может оцениваться примерно в 75-100 б. п.

- С учетом фактора поддержки совокупный дисконт Главстроя к ЛенСпецСМУ должен составлять около 25 б. п., а спрэд к ЛСР – порядка 75 б. п. Соответствующая точка на кривой доходности на рис. 1 обозначена как «Главстрой (до переоценки)».
- Мы корректируем этот уровень на 100-150 б. п., чтобы отразить переоценку кредитного риска, произошедшую на рынке за последний месяц. Такая коррекция может показаться недостаточной, однако мы ограничимся этим уровнем, поскольку в будущем мы ожидаем улучшения рыночной ситуации. Таким образом мы приходим к выводу, что доходность к годовой ofercie Главстроя должна составлять около 10.25%, а ставка купона – около 10%. Соответствующая точка обозначена «Главстрой (после переоценки)».

Рисунок 1. Кривая доходности облигаций девелоперских и строительных компаний и коррекция спреда для отражения переоценки рисков за август



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Индекс спрэдов облигаций девелоперских и строительных компаний с дюрацией около одного года



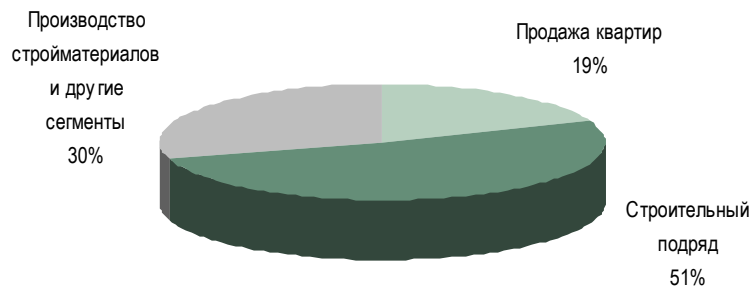
Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

# Профиль компании

Корпорация Главстрой – дочерняя структура Базового Элемента, владеющая строительными, девелоперскими и инженеринговыми компаниями, а также крупным комплексом по производству строительных материалов. Предшественник корпорации – Главмосстрой – за более чем 50 лет работы ввел в эксплуатацию около 150 млн кв. м площадей. По итогам 2006 г. Главстрой сдал в эксплуатацию 589 тыс. кв. м недвижимости, в том числе 35 жилых объектов, 15 школ и дошкольных учреждений, пять объектов социальной сферы.

Структуры Базового Элемента в 2005 г. начали консолидировать активы, которые сегодня объединены в Главстрой. Если в 2005 г. Главмосстрой был преимущественно городским подрядчиком с небольшими и снижающимися объемами коммерческого девелопмента без собственной производственной базы, то сегодня Главстрой – это крупный строительно-девелоперский холдинг с достаточно высоким уровнем вертикальной интеграции. Базовый Элемент заметно улучшил управляемость и уровень прозрачности компании (в частности, была подготовлена и проверена аудиторами консолидированная отчетность по МСФО за 2006 г.). Планируется, что в будущем компания будет предоставлять аудированную отчетность каждые полгода.

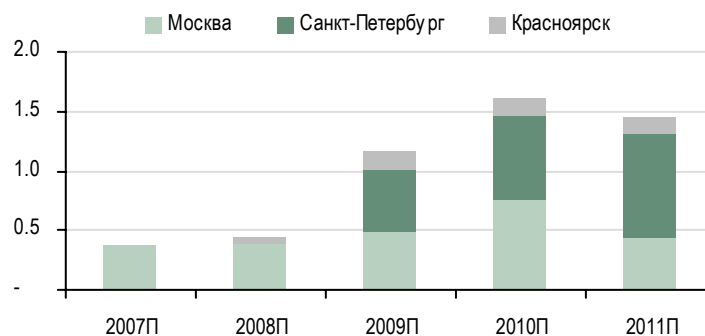
Рисунок 2. Структура выручки Главстроя по сегментам бизнеса (2006 г.)



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

**Девелопмент.** В рамках данного сегмента Главстрой реализует собственную программу инвестиционного строительства. Корпорация начала активно наращивать свой девелоперский портфель после ее покупки Базовым Элементом в 2006 г. На текущий момент портфель объектов в Москве и Московской области, где структуры Главстроя выступают инвесторами или соинвесторами, по общей площади составляет 5.8 млн кв. м, в том числе доля Главстроя в продаваемой жилой площади – 2.0 млн кв. м. Компания владеет портфелем региональных проектов, в том числе в Санкт-Петербурге (крупные проекты «Конная Лахта» и «Северная долина», совокупный объем строительства более 6.2 млн кв. м) и Краснодаре. Перспективные проекты (в Ярославле, Нижнем Новгороде, Сочи, Ростове, Челябинске и Новосибирске) пока не включены в инвестиционную программу корпорации.

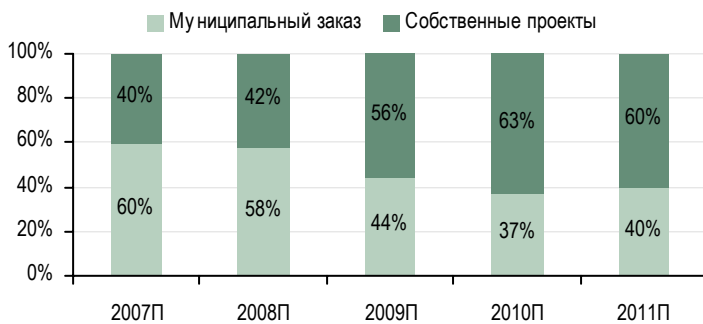
Рисунок 3. Главстрой: планы по завершению собственных девелоперских проектов



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

**Строительство.** Подрядные работы по муниципальному заказу по-прежнему обеспечивают большую часть объемов строительства Главстроя. Согласно планам компании, такая ситуация сохранится и в 2007-2008 г. (рис. 4). Выполнение функций генподрядчика по заказам московской администрации менее прибыльно, чем реализация собственных коммерческих проектов (валовая рентабельность соответствующих проектов Главстроя по РСБУ в настоящее время составляет в среднем 6% и 22% соответственно). Однако муниципальный заказ обеспечивает более стабильный денежный поток по сравнению с девелопментом собственных объектов. Мы полагаем, что по мере развития собственного девелоперского бизнеса доля генподрядных работ, выполняемых Главстроем для города, будет снижаться медленно.

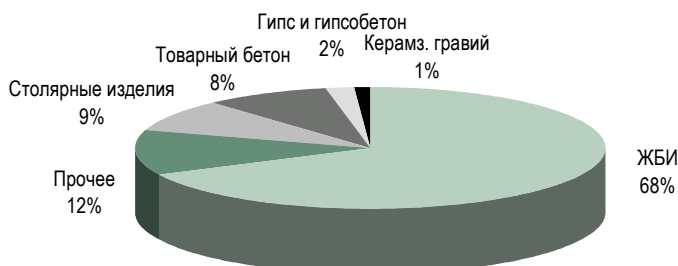
Рисунок 4. Главстрой: структура ввода в эксплуатацию площадей



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

**Производство.** Компании Главстроя, работающие в сегменте производства стройматериалов, объединены в субхолдинг ОАО «Моспромстройматериалы». Они выпускают ЖБИ, товарный бетон и раствор, а также столярные изделия. Меньшую долю в структуре выручки этого сегмента занимают кирпич, керамзитовый гравий, нерудные материалы, гипс и гипсобетон, металлоконструкции (рис. 5). Производственный план на 2007 г. предусматривает 1 174 тыс. кубометров сборного железобетона. Примерно 55% производимой продукции потребляется структурами Главстроя, 45% продается на свободном рынке.

Рисунок 5. Главстрой: структура продаж производственного подразделения



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

**Инжиниринговое подразделение** бизнеса Главстроя координируется субхолдингом ОАО «Мосмонтажспецстрой» (ММСС). Перед ММСС стоит задача занять ведущие позиции в области управления инжиниринговыми проектами на рынке промышленного и гражданского строительства. В рамках этого сегмента корпорация проектирует, изготавливает и устанавливает стальные и алюминиевые конструкции, лифтовое, электротехническое и теплотехническое оборудование. На наш взгляд, в будущем это направление может постепенно стать одним из наиболее динамично развивающихся и прибыльных сегментов бизнеса Главстроя.

# Приложение 1

## Прогнозы операционных и финансовых показателей

В табл. 2-3 представлены прогнозы финансовых и операционных показателей Главстроя по оценкам компании. Они сделаны без учета приобретения новых земельных участков или прав застройки, а в части девелопмента относятся только к существующему портфелю проектов.

Таблица 2. Главстрой: прогноз консолидированных показателей, тыс. руб.

	2007	2008	2009	2010	2011
Выручка от реализации (без доходов соинвесторов)	55 598 868	68 257 888	127 301 251	169 018 852	164 859 967
Расходы (без амортизации)	52 733 597	62 606 247	110 395 615	143 130 919	140 328 512
ЕВITDA	2 865 272	5 651 641	16 905 636	25 887 933	24 531 456
Амортизация	272 025	525 505	651 629	756 228	791 161
Проценты по кредитам и займам	2 347 687	2 556 614	2 556 614	2 556 614	2 556 614
Налог на прибыль	153 657	1 110 305	3 281 418	5 361 190	4 977 032
Чистая прибыль	486 579	3 515 965	10 391 156	16 977 103	15 760 601
Капиталовложения	1 212 391	5 774 694	2 688 376	2 091 232	1 205 152
Чистый оборотный капитал	3 813 286	4 439 995	8 171 682	10 896 254	10 367 251
Изменение чистого оборотного капитала		626 709	3 731 688	2 724 571	-473 440
Свободный денежный поток до финансирования	-453 786	-2 359 933	4 622 721	12 917 528	15 820 050

Источник: данные компании

Таблица 3. Главстрой: прогноз операционных показателей сегмента девелопмента

	2007	2008	2009	2010	2011
Всего ввод в эксплуатацию, кв. м, в том числе:	932 000	1 043 100	2 052 008	2 540 953	2 408 486
Городской заказ, кв. м	555 400	600 000	900 493	927 508	955 333
Собственный девелопмент (Москва и Московская область), кв. м	376 600	393 100	479 515	755 445	445 153
Собственный девелопмент (Санкт-Петербург), кв. м			522 000	708 000	858 000
Собственный девелопмент (Краснодар), кв. м		50 000	150 000	150 000	150 000
Цены реализации, руб./кв. м					
Городской заказ	27 478	29 127	30 729	32 266	33 718
Собственный девелопмент	60 613	61 839	58 888	63 552	62 325
Собственный девелопмент (Москва и Московская область)	60 613	69 704	73 538	77 215	80 690
Собственный девелопмент (Санкт-Петербург)			51 361	53 929	56 356
Собственный девелопмент (Краснодар)			38 250	40 163	41 970

Источник: данные компании

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи 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 мог 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

**Начальник отдела анализа  
долговых обязательств**  
Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
Amoisseev@rencap.com

**Заместитель начальника отдела анализа акций**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
Nzagvozdina@rencap.com

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

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеевкова  
Malexeeenkova@rencap.com  
Ринат Кирдань

**Компании второго эшелона**  
+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
Efaritov@rencap.com

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
Nzagvozdina@rencap.com  
Алексей Языков  
Иван Николаев  
Виктор Дима

**Сектор недвижимости**  
+ 7 (495) 258 7770 x4959  
Алексей Языков  
Ayazykov@rencap.com

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
Rnash@rencap.com  
Томас Манди  
Ованес Оганисян

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

**Нефть и газ**  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
Alandes@rencap.com  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
Aburgansky@rencap.com  
Елена Савчик  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7777  
Дерек Уивинг  
Dweaving@rencap.com  
Вадим Борохов  
Владимир Скляр

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
Kmalofeeva@rencap.com  
Олеся Черданцева  
Игорь Лебединец

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
Akazbegi@rencap.com  
Дэвид Фергусон  
Иван Ким

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
Kmalofeeva@rencap.com  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голуцова  
Владислав Носик

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на русском языке**  
+ 7 (495) 258 7764  
Екатерина Малахова  
Emalakhova@rencap.com  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

**Рынок долговых обязательств, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7946  
Алексей Моисеев  
Amoisseev@rencap.com  
Николай Подгузов  
Валентина Крылова  
Анастасия Головач  
Олеся Черданцева  
Мария Рахмеева

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7789  
Петр Гришин  
Pgrishin@rencap.com  
Алексей Булгаков  
Максим Раскоснов  
Наргиз Садыхова

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
Ostepanova@rencap.com  
Юлия Попова

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
Awaldman@rencap.com  
Патриция Сомервиль  
Трэвис Джонс

© 2007 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