



Кредитный обзор

Пятница | 9 февраля | 2007

Сильная позиция на растущем рынке. «Миракс Групп» является одной из крупнейших и быстрорастущих строительных и девелоперских компаний в России. «Миракс» специализируется на высоко rentable офисах бизнес-класса и элитной жилой недвижимости. Учитывая острую нехватку качественных офисных площадей и сильный экономический рост, можно ожидать дальнейшего роста российского рынка недвижимости.

Крупный проектный портфель. Компания имеет утвержденный размер проектных площадей в 5 млн. кв.м. Только строящиеся проекты (1.5 млн. кв.м.) обеспечат компании приток денежных средств от продаж в среднем свыше 1 млрд. долл. в год до 2009 г. Это особенно важно, учитывая нехватку земельных участков под застройку в Москве. Основной проект «Миракс» - Башня «Федерация» - станет самым высоким зданием в Европе. Компания также осуществляет экспансию в страны СНГ. Средства от предстоящей эмиссии CLN будут использованы для финансирования строительства самого высокого бизнес центра в столице Украины – Киеве.

Повышение прозрачности. Компания публикует консолидированную (pro forma) отчетность по U.S. GAAP, аудируемую KPMG, начиная с 2004 г. Недавно «Миракс» получила свои первые кредитные рейтинги от агентств Fitch и Moody's - B/Стабильный и B2/Стабильный соответственно.

Интегрированная бизнес-модель обеспечивает высокую рентабельность. «Миракс» является девелопером полного цикла, осуществляющим все виды операций - от приобретения земли до продажи или аренды законченных объектов, а также ремонта зданий и поддержки прилегающих территорий. Интеграция позволяет компании избегать посредников и достигать привлекательных уровней рентабельности (рентабельность EBITDA за 2006 г. оценивается на уровне 36%). Возможность выбирать между продажей и арендой зданий повышает финансовую гибкость «Миракс».

Умеренный уровень долга и достаточная поддержка ликвидности. На конец 2006Q коэффициент долг/EBITDA «Миракс» составлял 1.0x, а коэффициент чистый долг/капитал – 1.3x. Свободные кредитные лимиты компании превышают 300 млн. долл., что оказывает поддержку ликвидности. Необеспеченный долг составляет 75% кредитного портфеля.

Основные риски включают: 1) недостаточную географическую и проектную диверсификацию; 2) недостаточную прозрачность процесса распределения новых земельных участков; 3) потенциальное ухудшение макроэкономической ситуации; 4) агрессивную инвестиционную политику, которая может привести к росту долговой нагрузки; 5) сложную структуру группы и практику начинать новые проекты за балансом для последующей консолидации.

Баланс и отчет о прибылях и убытках (USD млн.)

| | 2004 | 2005 | 2006Q |
|-----------------|-------|-------|--------|
| Выручка | 108.5 | 163.3 | 555.1 |
| Валовая прибыль | 57.8 | 88.9 | 292.4 |
| EBITDA | 35.0 | 46.4 | 199.9 |
| Чистая прибыль | 17.2 | 36.1 | 128.4 |
| Капитал | 45.9 | 60.4 | 161.3 |
| Чистый долг | 70.0 | 98.3 | 208.3 |
| Всего активов | 312.5 | 498.5 | 1200.0 |

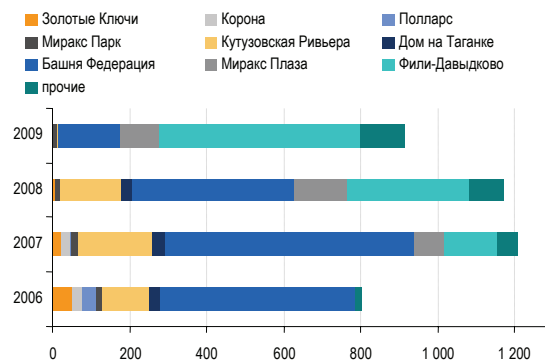
Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Основные показатели

| | 2004 | 2005 | 2006Q |
|------------------------|------|------|-------|
| Валовая рентабельность | 53% | 54% | 53% |
| Рентабельность EBITDA | 32% | 28% | 36% |
| Чистая рентабельность | 15% | 19% | 23% |
| Чистый долг/EBITDA | 2.0 | 2.1 | 1.0 |
| Чистый долг/капитал | 1.5 | 1.6 | 1.3 |

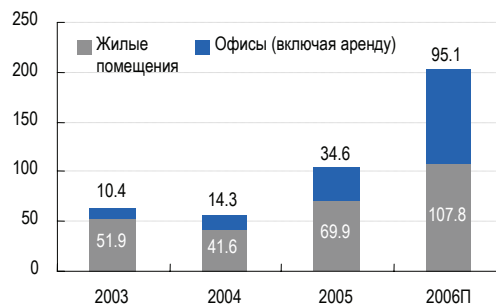
Источник: данные компании, оценка МДМ Банка

Реализуемые проекты и ожидаемые ден. потоки, USD млн.



Источник: данные компании

Продажи, тыс. кв.м.



Источник: данные компании

Аналитик

Елена Морозова
Elena.Morozova2@mdmbank.com

+7 (495) 795-2521 ext. 2444

Обзор, история и структура собственности

«Миракс Групп» отделилась от Санкт-Петербургской девелоперской компании «Строймонтаж» в 2002 г. «Строймонтаж» был основан в 1994 г. Артуром Кириленко и Сергеем Полонским. В 2000 г. компания вышла на московский рынок, и в дальнейшем ее московские операции приобрели достаточный масштаб для выделения в самостоятельный бизнес.

Основным бенефициаром и стратегическим менеджером группы является господин Полонский. Господин Кириленко при разделе активов получил Санкт-Петербургский бизнес, а также ему принадлежит 10%-ая доля в ряде проектов «Миракса». Полонский сохраняет миноритарный пакет в «Строймонтаже».

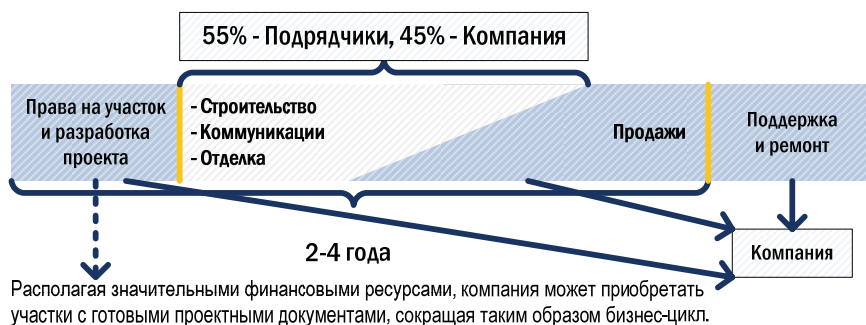
Топ-менеджмент «Миракса» имеет доли в ряде проектов группы, что является для него дополнительной мотивацией.

Бизнес-модель и стратегия: рост посредством диверсификации

Являясь девелопером полного цикла, «Миракс Групп» осуществляет все виды операций, начиная с приобретения земельных участков и заканчивая продажей или сдачей в аренду законченных объектов, а также ремонтом зданий и поддержанием прилегающих территорий. Более половины строительных и технических контрактов «Миракс» заключает с внешними подрядчиками (аутсорсинг) с целью получить доступ к специальной экспертизе либо сократить расходы, хотя компания способна сама осуществлять эту работу. Так, например, в реализацию проекта Башня «Федерация» компания привлекла подрядчиков с более богатым опытом строительства небоскребов, таких, как Turner (США), Thornton Tomasetti (США), Ant Yapi (Турция), Thyssen Krupp (Германия) и Shenyang Yuanda Aluminium Industry Engineering (Китай).

Продажи и розничные операции проводятся через подразделение недвижимости, что позволяет избежать посредников, и прибыль от продаж остается в пределах «Миракс Групп».

Бизнес-цикл «Миракс»



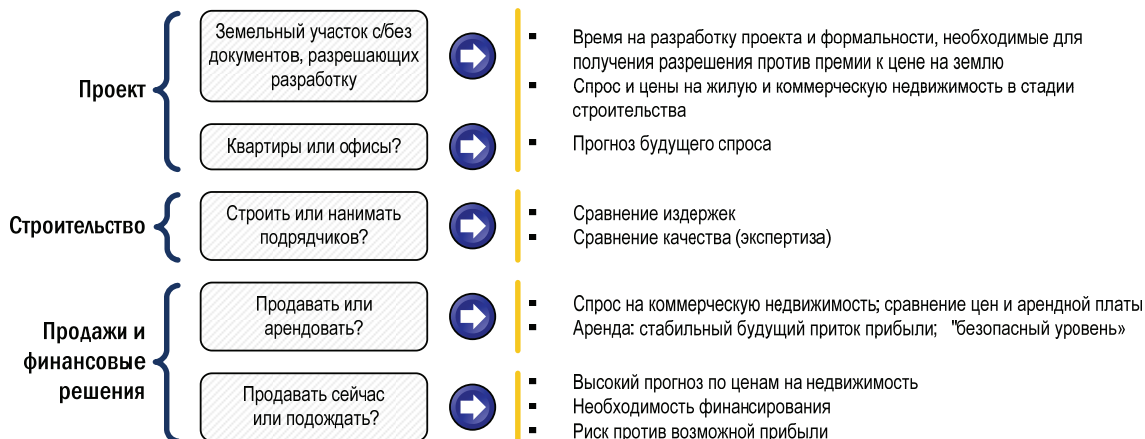
Источник: данные компании

Являясь обладателем прав на застройку и основным инвестором в своих проектах, «Миракс» имеет значительный контроль над циклом производства и потоками денежных средств, поскольку может решать, когда следует привлекать подрядчиков и продавать собственность, и следует ли вообще это делать.

До 2005 г. компания специализировалась в основном на сегменте жилой недвижимости, лишь с незначительной долей коммерческих площадей, отведенных под аренду в будущем, поскольку менеджмент считал продажу недвижимости более рентабельной. Со строительством Башни «Федерация» доля офисных/коммерческих площадей в портфеле компании быстро увеличивается. Компания планирует сохранить 20-40% площадей в этих проектах для сдачи в аренду (в зависимости от

рыночных условий), что должно обеспечить стабильные потоки денежных средств. Так, например, «Миракс» уже согласился сдать в аренду 22 этажа Башни «Федерация» Hyatt Hotel на долгосрочной основе.

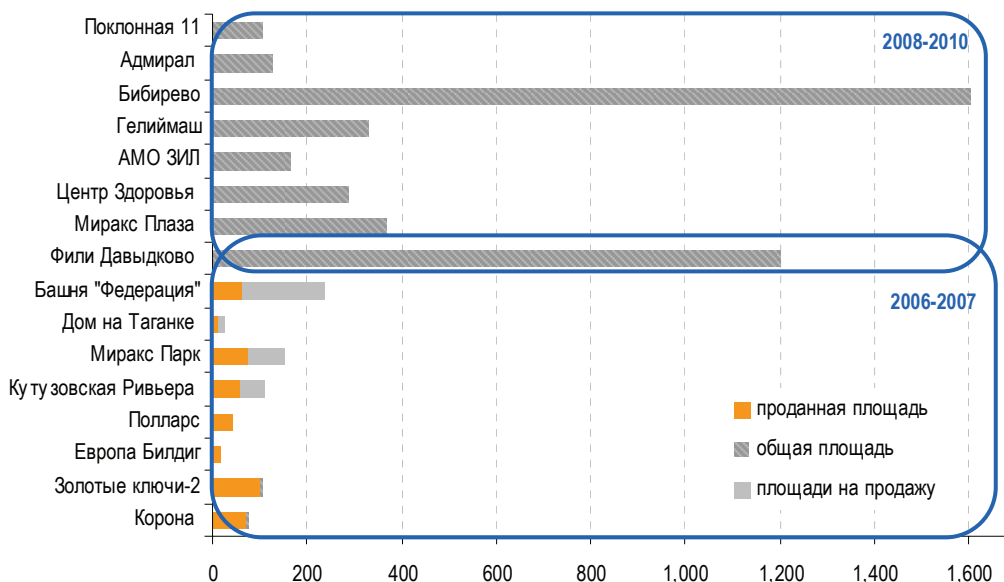
Гибкость в принятии решений



Источник: данные компании

Крупный проектный портфель. Несмотря на дефицит доступных земельных участков в Москве, компании удалось сформировать один из крупнейших портфелей в секторе – около 5 млн. кв.м. Даже в случае продажи только половины этих площадей (другая половина представлена техническими/общего пользования площадями и собственностью, отведенной под аренду) по текущей средней рыночной цене в 4 200 долл./кв.м., это соответствует выручке в 10.5 млрд. долл. в течение следующих пяти лет.

Портфель проектов



Источник: данные компании

Портфель диверсифицирован и представлен: 1) многофункциональными небоскребами (например, Башня «Федерация» и Миракс Плаза); 2) застройкой целых жилых районов (например, Фили-Давыдково); 3) застройкой бывших промзон (например, в рамках программы московского правительства по переносу

промышленных предприятий за пределы города); 4) нестандартными решениями (например, возведение построек мостового типа вдоль железнодорожных путей и над ними); 5) другими отдельными офисными и жилыми зданиями. Даже если компания не начнет никаких новых проектов, текущие проекты обеспечат ее работой и выручкой вплоть до 2011 г. Более десятка перспективных проектов, которые могут войти в портфель, в настоящее время находятся на стадии рассмотрения или переговоров.

Помимо дальнейшей диверсификации в коммерческую/арендуемую недвижимость, компания также планирует начать операции в других регионах. Поскольку российские регионы не предлагают достаточно высокой рентабельности для «Миракса», компания планирует выйти на зарубежные рынки, начиная с Украины.

«Миракс Плаза» - Киев

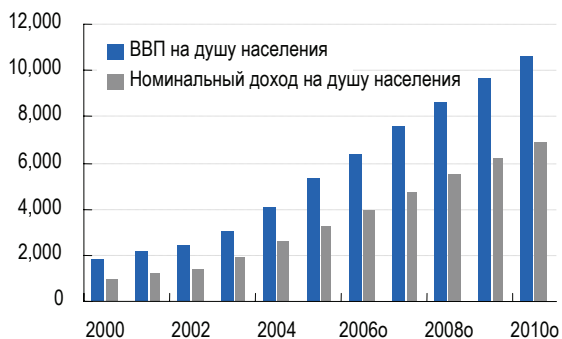
Средства, привлеченные в результате выпуска CLN, будут использованы для финансирования первого зарубежного проекта группы – «Миракс Плаза» в Киеве. Это будет самое высокое здание в украинской столице. «Миракс» ожидает высокого спроса на жилые и офисные площади в комплексе благодаря его удобному расположению и качеству.



- Общая высота: 180 м.
- Общая площадь: 204 583 кв.м.
- Офисная площадь класса А: 67 534 кв.м.
- Торговая площадь: 34 261 кв.м.
- Апартаменты бизнес-класса: 52 681 кв.м.
- Срок строительства: 2007-10
- Общие прогнозные инвестиции: 267 млн. долл.
- Прогнозная чистая приведенная стоимость: свыше 70 млн. долл.

Рынок имеет хороший потенциал роста

Рост доходов на душу населения

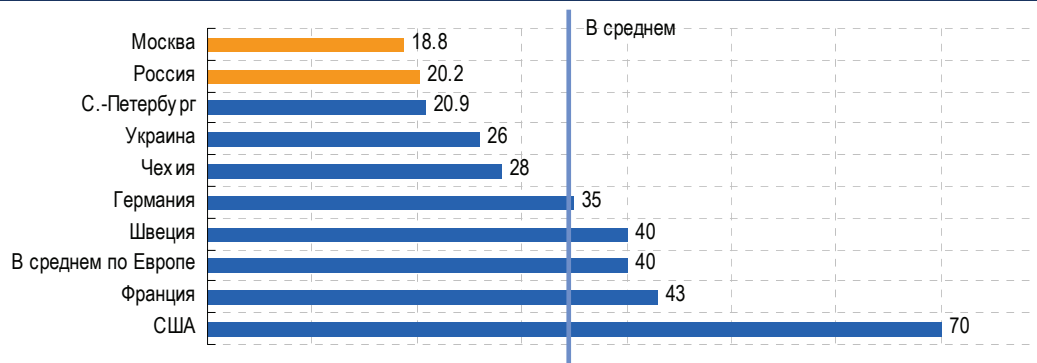


Источник: Росстат, оценки МДМ-Банка

Макроэкономическая ситуация. Согласно Росстату, ВВП России вырос в среднем на 6.7% в 1999-2006о, и мы ожидаем сохранения высоких темпов роста (мы прогнозируем 6.2%-ый годовой рост до 2010 г.). Высокий рост ВВП приводит к увеличению располагаемых доходов и расходов. Оптимистичные макроэкономические прогнозы стимулируют ожидания роста бизнеса (как следствие, рост на коммерческую недвижимость и офисы) и доходов населения (как следствие, спрос на жилье более высокого качества).

Жилье. Россия (и Москва в частности) имеет один из самых низких показателей жилищного фонда на душу населения в Европе. Это, вкупе с ростом личных доходов, создает значительный среднесрочный спрос на недвижимость. Быстрое развитие ипотечной системы с очень низкой базы также подогревает спрос и приводит к росту цен. Оно также стимулирует переключение спроса на жилье более высокого качества.

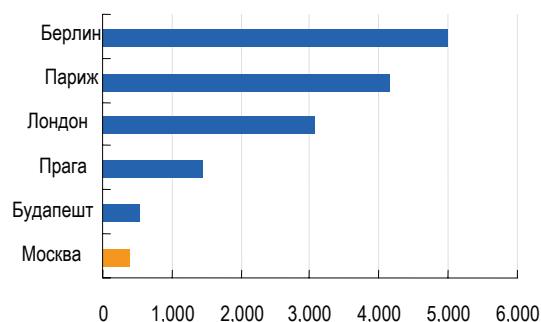
Жилищный фонд, кв.м. на душу населения



Источник: Росстат, национальные статистические агентства

Коммерческая недвижимость. Москва испытывает острую нехватку качественных офисных площадей (менее 400 кв.м. на 1 000 человек против 500 в Будапеште и 3 000 в Лондоне). Это означает наличие стабильного спроса, что должно оказывать поддержку росту цен на офисные площади в среднесрочной перспективе. Аренда – тоже привлекательный бизнес: в 2005 г. доходы от аренды офисных площадей составила 9,5% рыночной цены помещения в Москве против 4,9% в Лондоне и 6,5% в Будапеште, согласно Jones Lang LaSalle.

Офисная площадь на 1 000 постоянных жителей



Источник: Cushman & Wakefield Stiles & Riabokobylko

Финансовый профиль

Важно учитывать специфику бухучета. «Миракс-Групп» публикует отчетность по U.S. GAAP, используя подход «процент завершенности». Поэтому на ранней стадии каждого проекта в отчете о прибылях и убытках отражается лишь небольшая часть средств, полученных от продажи помещений. Оставшаяся часть отражается в балансе как «выставленные счета сверх понесенных затрат и расчетной прибыли» в разделе «обязательства». Себестоимость отражается пропорционально выручке, а оставшиеся фактически понесенные расходы на строительство отражаются в активах в графе «незавершенное строительство». При таком подходе в периоды быстрого роста (как сейчас), выручка в отчете о прибылях и убытках отстает от реального денежного потока от продаж.

Тем не менее, даже при таком подходе рост выручки впечатляет: 50% в 2005 г. и, по оценкам, 243% в 2006 г. Мы ожидаем, что компания будет поддерживать высокие темпы роста выручки по мере реализации нынешних проектов.

Вследствие природы бизнеса и используемых «Мираксом» бухгалтерских принципов, его активы состоят в основном из дебиторской задолженности, выданных авансов и незавершенного строительства, которые в сумме в 2004 и 2005 гг. составляли 87% и 85% совокупных активов соответственно, а в 2006 г., по

нашим оценкам, – 85%. Доля основных средств мала – примерно 5% активов. Однако мы ожидаем, что она будет расти, т.к. компания оставляет все больше площадей у себя на балансе для сдачи в аренду. Большая часть пассивов состоит из «выставленных счетов...» и кредиторской задолженности (в сумме 66% в 2004 г., 63% в 2005 г. и, по оценкам, 65% в 2006 г.), которые являются беспроцентным источником финансирования.

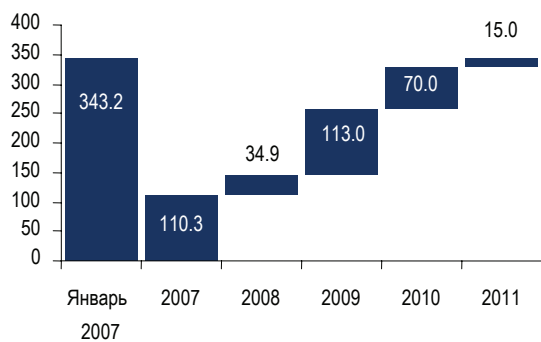
Относительно низкий коэффициент капитализации «Миракс Групп» (капитал/активы – 12% в 2005 г. и, по оценкам, 13% в 2006 г.), отчасти является следствием использования в отражении прибылей подхода «процент завершенности» и высоких темпов роста. Он также частично связан с высокими выплатами дивидендов – около 50% чистой прибыли в 2004 и 2005 гг. Мы ожидаем роста собственных средств в будущем, когда стабилизируются темпы роста и будет применяться заявленная консервативная дивидендная политика (по информации компании – не более 15% чистой прибыли).

Долговая нагрузка

«Миракс Групп» имеет хорошую репутацию среди российских банков и неиспользованные кредитные линии на сумму более 300 млн. долл. 75% заимствований не обеспечены залогом. Учитывая темпы роста компании, ее долговая нагрузка является умеренной; она находится под жестким контролем: «Миракс Групп» стремится удерживать коэффициент чистый долг/ EBITDA на уровне не более 3х и чистый долг/капитал не более 1.5х.

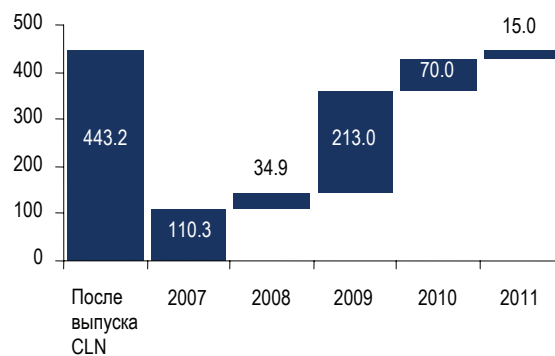
Ковенанты по существующим CLN компании (с погашением в 2008 г.) ограничивают совокупный финансовый долг консолидированной группы в пределах 400 млн. долл., что не оставляет большого пространства для дальнейших заимствований после выпуска новых CLN.

График выплаты перед выпуском CLN



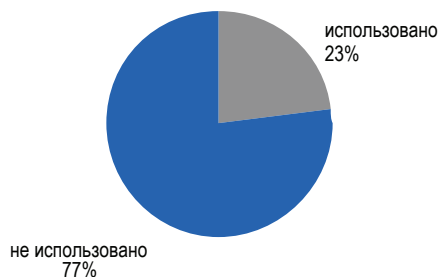
Источник: данные компании

График выплаты после выпуска CLN

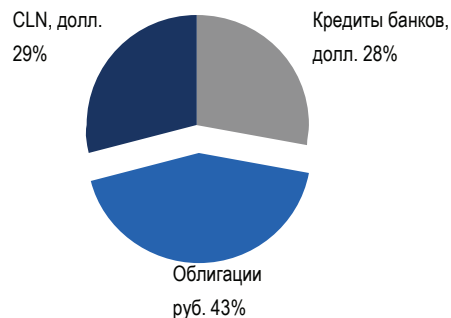


Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка
Прим: Мы консервативно предполагаем, что погашение CLN будет осуществлено на дату опциона "пут":

Банковские кредитные линии, январь 2007 г.



Структура кредитного портфеля



Источник: данные компании

Рейтинги Moody's и Fitch Ratings

В декабре 2006 г. Moody's присвоило «Миракс Групп» корпоративный рейтинг группы на уровне B2, а в январе 2007 г. Fitch присвоило ей рейтинг B. Оба агентства указали на сильные позиции компании на прибыльном московском рынке недвижимости и высокий уровень ее рентабельности, вместе с тем выразив обеспокоенность отраслевыми рисками и концентрацией «Миракс-Групп» на московском рынке.

По мнению Fitch, «рейтинги отражают позиции «Миракс» как одного из ведущих московских девелоперов офисной недвижимости и жилья класса премиум. Поддержку рейтингам оказывает способность «Миракс» реализовывать высокоприбыльные проекты, что было продемонстрировано в последние годы. Это обеспечило высокую процентную маржу компании. Так, маржа по операционному показателю EBITDAR составила 28% в 2005 г., что выгодно отличается от показателей сопоставимых европейских компаний. Fitch полагает, что хорошие показатели маржи Mirax и в дальнейшем будут поддерживаться позитивными рыночными условиями в Москве, где, как ожидается, в ближайшее время спрос по-прежнему будет превышать предложение. В то же время рейтинги ограничены относительно небольшим размером компании, небольшой базой ее собственных средств и недостаточной диверсификацией, что подвергает компанию высоким рискам при каком-либо потенциальном спаде на московском рынке недвижимости. Помимо этого, «Миракс» имеет высокую степень концентрации проектов. Так, в 2007 и 2008 г. операционный денежный поток, вероятно, будет поступать, преимущественно, лишь от четырех проектов».

В пресс-релизе Moody's говорится, что: «1) риски молодой компании, связанные с быстрым ростом бизнеса и реализацией сложных проектов, 2) риски, связанные с зависимостью от одного рынка (Москвы), 3) сложность и трудности работы в сфере недвижимости на развивающемся рынке, включая вопросы прозрачности процедур получения прав на участки земли в Москве, и 4) ограниченная структурная и финансовая прозрачность всей группы, включая взаимоотношения «Миракса» с аффилированными компаниями... нивелируются: 1) нынешним очень высоким спросом в России, который должен помочь снизить операционные риски застройки основных проектов недвижимости без значительного опыта, 2) хорошими отношениями менеджмента «Миракса» с администрацией г. Москвы, и 3) деятельностью «Миракса» в сегменте высококачественных проектов жилой и коммерческой недвижимости.»

Приложение 1: Основные финансовые показатели «Миракс Групп»

Основные показатели, млн. дол. (US GAAP)

| | 2004 | 2005 | 2006 ^o |
|---|--------------|--------------|-------------------|
| ОПУ | | | |
| Выручка | 108.5 | 163.3 | 555.1 |
| Себестоимость | 50.7 | 74.4 | 262.7 |
| Валовая прибыль | 57.8 | 88.9 | 292.4 |
| Коммерческие, общехозяйственные и административные расходы | 23.4 | 43.8 | 94.3 |
| Прибыль от операционной деятельности | 34.4 | 45.1 | 198.1 |
| Прочие доходы, нетто | (3.2) | 2.5 | 0.0 |
| Процентные расходы, нетто | (6.5) | (1.9) | (25.0) |
| Доход до учета налога на прибыль и доли миноритарных акционеров | 24.8 | 45.7 | 173.1 |
| Налог на прибыль | (7.5) | (9.7) | (44.6) |
| Чистый доход | 17.2 | 36.1 | 128.4 |
| Баланс | | | |
| Активы | 312.5 | 498.5 | 1 200.0 |
| Денежные средства | 5.6 | 42.7 | 134.0 |
| Дебиторская задолженность и авансы выданные | 171.3 | 205.5 | 380.8 |
| Материально-производственные запасы | 7.0 | 3.4 | 8.0 |
| Финансовые вложения (краткосрочный) | 10.9 | 1.8 | 1.8 |
| Незавершенное строительство | 101.1 | 218.7 | 641.1 |
| Основные средства, нетто | 16.6 | 26.3 | 34.2 |
| Обязательства и собственный капитал | 312.5 | 498.5 | 1 200.0 |
| Кредиты и займы | 75.6 | 141.0 | 342.4 |
| Кредиторская задолженность и авансы полученные | 90.1 | 92.9 | 280.1 |
| Выставленные счета сверх понесенных затрат и расчетной прибыли | 84.6 | 177.3 | 382.9 |
| Задолженность по налогу на прибыль | 15.4 | 19.5 | 19.5 |
| Итого обязательства | 265.7 | 430.6 | 1 024.8 |
| Доля меньшинства + дивиденды к уплате миноритарным акционерам | 0.9 | 7.4 | 13.8 |
| Собственный капитал | 45.9 | 60.4 | 161.3 |
| Уставной капитал | 21.6 | 20.8 | 20.8 |
| Нераспределенная прибыль | 24.3 | 39.6 | 140.4 |

Источник: данные компании, оценка МДМ-Банка

Приложение 2. Основные проекты

Башня «Федерация» (Москва, Россия)



Многоцелевой комплекс, 156 этажей в двух башнях

Общая площадь: 437 700 м2

Коммерческая площадь: 263 800 м2 Жилая площадь: 61 700 м2

Темп строительства: 1 этаж в неделю

Первоклассные подрядчики: Thornton Tomasetti, Ant Yari, Thyssen Krupp, Cox International, Shenyang Yuanda Aluminium Industry Engineering

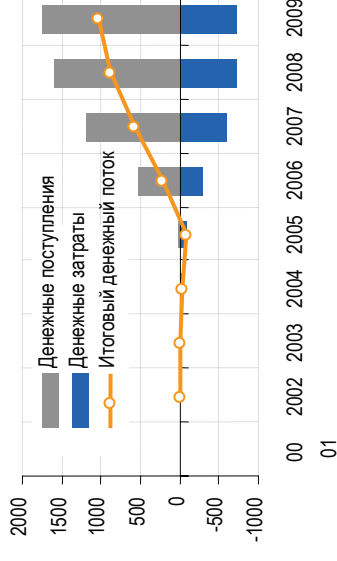
Полное страховое обеспечение (строительные риски, ответственность и финансовые убытки. 95% рисков перестрахованы в западных страховых компаниях уровня AA и AAA)

Стадия строительства: Западная Башня – строительство закончено, Восточная Башня – 10 этажей,

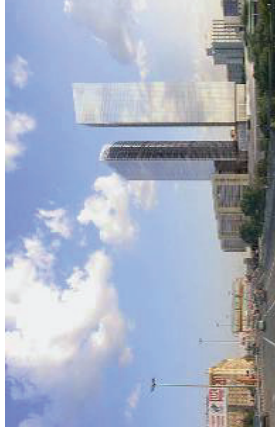
Диапазон цен: офисы - от 9 000 долл./м2; квартиры –от 13 500 долл./м2

Сроки строительства: 2005–09 гг.

NPV: Более 800 млн. долл.



«Миракс-Плаза» (Москва, Россия)



Общая площадь: 368 000 м²

В двух высотных башнях: 149 500 м²

В башнях: 17 000 м² квартир

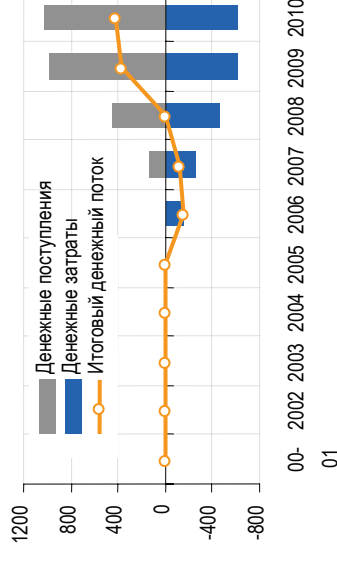
Общая офисная площадь: до 100 000 м² для
10 000 чел.

Цена за м²: нет данных

Стадия строительства: площадка для
строительства на подготовительном этапе

Сроки строительства: 2006-09 гг.

NPV: 220-250 млн. долл.



«Кулузовская Ривьера» (Москва, Россия)



Адрес: ул. Нежинская, 3

Общая площадь: 171 100 м²

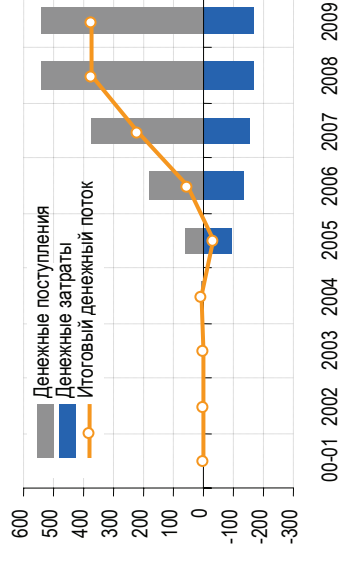
Жилая площадь: 90 600 м²

Средняя цена за м²: 6 000-8 500 долл.

Сроки строительства: 2004-07 гг.

Стадия завершения: более 50%

NPV: примерно 300 млн. долл.



«Миракс-Парк» (Москва, Россия)



Адрес: просп. Вернадского, 19

Общая площадь: 330 000 м2

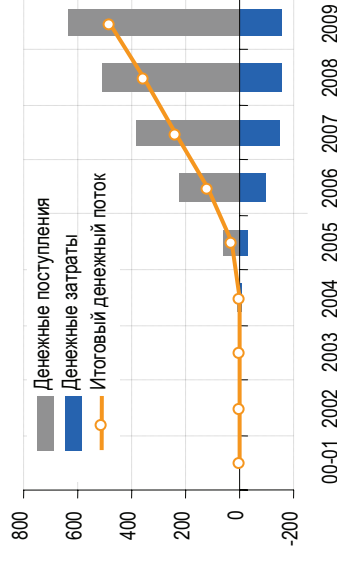
Жилая площадь: 100 900 м2

Средняя цена за м2: 4 600-7 500 долл.

Сроки строительства: 2004-08 гг.

Стадия строительства: около 40%

NPV: 390 млн. долл.



«Фили-Давыдково» (Москва, Россия)



Этот проект включает снос старых жилых домов и строительство домов повышенной комфортности и бизнес-класса

Общая площадь: 1.2 млн. м2.

Сроки строительства: 2007-10 гг.

Стадия строительства: площадка для строительства на подготовительном этапе



Финансовая группа МДМ
Инвестиционный
департамент
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Начальник Управления торговли и продаж на рынке долговых обязательств

Сергей Бабаян
Sergey.Babayan@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

| | |
|--------------------|------------------|
| Линаида Еремина | +7 495 363 55 83 |
| Дмитрий Омельченко | +7 495 363 55 84 |
| Наталья Ермолицкая | +7 495 960 22 56 |
| Дарья Грищенко | +7 495 363 27 44 |
| Коррадо Таведжиа | +7 495 787 94 52 |

Отдел торговли долговыми инструментами

| | |
|------------------|------------------------------|
| Николай Панюков | Nicolay.Panyukov@mdmbank.com |
| Александр Зубков | Alexander.Zubkov@mdmbank.com |
| Евгений Лысенко | Evgeny.Lysenko@mdmbank.com |

Отдел РЕПО

| | |
|-----------------|----------------------------|
| Алексей Базаров | Alexei.Bazarov@mdmbank.com |
| Денис Анохин | Denis.Anokhin@mdmbank.com |

Управляющий департамента аналитики

Алекс Кантарович, CFA
Alex.Kantarovich@mdmbank.com

Анализ рынка облигаций и кредитного риска

| | | | |
|-----------------|----------------------------|----------------|-----------------------------|
| Михаил Галкин | Mikhail.Galkin@mdmbank.com | Елена Морозова | Elena.Morozova2@mdmbank.com |
| Ольга Николаева | Olga.Nikolaeva@mdmbank.com | Денис Воднев | Denis.Vodnev@mdmbank.com |
| | | Максим Коровин | Maxim.Korovin@mdmbank.com |

Металлургия

| | |
|---------------|------------------------------|
| Майкл Каванаг | Michael.Kavanagh@mdmbank.com |
| Андрей Литвин | Andrey.Litvin@mdmbank.com |

Нефть и газ

| | |
|-----------------------|-------------------------------|
| Надежда Казакова, CFA | Nadezhda.Kazakova@mdmbank.com |
| Андрей Громадин, CFA | Andrey.Gromadin@mdmbank.com |

Стратегия, экономика, банки

| | |
|-----------------------|------------------------------|
| Алекс Кантарович, CFA | Alex.Kantarovich@mdmbank.com |
| Питер Вестин | Peter.Westin@mdmbank.com |
| Ирина Плевако | Irina.Plevako@mdmbank.com |

Телекомы

| | |
|----------------------|----------------------------------|
| Елена Баженова | Elena.Bazhenova@mdmbank.com |
| Екатерина Генералова | Ekaterina.Generalova@mdmbank.com |

Редакторы

| | |
|--------------------|---------------------------------|
| Натан Гарденер | Nathan.Gardener@mdmbank.com |
| Томас Лавракас | Thomas.Lavrakas@mdmbank.com |
| Екатерина Огурцова | Ekaterina.Ogurtsova@mdmbank.com |
| Андрей Гончаров | Andrey.Goncharov@mdmbank.com |

Потребительский сектор

| | |
|-----------------|----------------------------|
| Елена Афонина | Elena.Afonina@mdmbank.com |
| Алексей Гоголев | Alexey.Gogolev@mdmbank.com |

Электроэнергетика

| | |
|-----------------|------------------------------------|
| Тигран Оганесян | Tigran.Hovhannisyanyan@mdmbank.com |
|-----------------|------------------------------------|

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны.

Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2006, ОАО МДМ-Банк. Без разрешения МДМ-Банка запрещается воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.