

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Второй выпуск облигаций Группы НИТОЛ: Сибирский Hitech

- С момента дебюта на рынке рублевого долга в декабре прошлого года, Группа НИТОЛ сохраняет свои позиции в группе эмитентов, чье кредитное качество характеризуется умеренными рисками. Оценка финансового состояния по консолидированной отчетности за 6 мес. 2006 г. в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ составляет 1.16.
- В настоящее время Группа НИТОЛ представляет собой вертикально-интегрированный холдинг, объединяющий четыре основных дивизиона, каждый из которых имеет собственный план развития в определенной сфере химической отрасли, исходя и приоритетов стратегии развития бизнеса в целом и имеющихся ресурсов.
- В перспективе ближайших лет компания не планирует существенно менять структуру и географию сбыта своей продукции. Приоритетным направлением для поставок остается близлежащий Китай, где НИТОЛ занимает весомые позиции и другие страны Юго-Восточной Азии.
- Стратегией развития компании в качестве приоритетного направления выделен дивизион НИТОЛ-СИЛИКОН, в рамках которого запланирован запуск мощностей по выпуску трихлорсилана и в последствии организация переработки трихлорсилана в поликристаллический кремний, сырье для полупроводниковой промышленности и производства солнечных батарей.
- Выход на новый перспективный рынок трихлорсилана и в последствии на рынок ПКК при сохранении ведущих позиций на ключевых товарных рынках обеспечит компании дополнительные возможности для укрепления финансов и сокращения зависимости от внешнего финансирования в среднесрочной перспективе. На фоне роста выручки к 2008 до 7.7 млрд. руб. с ожидаемых в 2006 г. 4 млрд. руб., EBITDA должна увеличиться с 518 млн. руб. до 2.4 млрд. руб.
- Поскольку основная часть средств нового облигационного займа будет использована для финансирования дивизиона НИТОЛ-СИЛИКОН, кредитное качество компании очень чувствительно к полному и своевременному выполнению запланированных мероприятий.

Оценка финансовый показателей  
Группы НИТОЛ – 1.16. Риск умеренный.

**Со вторым займом во второй эшелон**

В ближайшее время на долговом рынке вновь появится уже достаточно известный инвесторам эмитент – Группа НИТОЛ (далее по тексту компания, НИТОЛ, эмитент), бизнес которого сконцентрирован в области хлорной химии.

Объем облигационного займа составляет 2.2 млрд. руб. Срок до погашения – 3 года, срок до оферты 1.5 года.

В течение 2006 г. компании, представляющие химический и нефтехимический комплекс были достаточно активны на рынке публичного долга. В частности, уже известные рынку Куйбышевазот и Никосхим-Инвест разместили облигации второй серии, соответственно, в марте и в августе. Помимо этого на рынке появились новые имена: в январе дебютировала «Уральская химическая компания», а в начале октября инвесторы познакомились со «Стерлитамакским нефтехимическим заводом».

**Финансовые показатели химических и нефтехимических компаний 1 кв. 2006 г.:**

	САНОС	НКНХ	Куйбышевазот	НИТОЛ*	Никосхим-Инвест**	СНХЗ***	УХК
Выручка, млн. руб.	38 441,0	23 045,2	6 335,5	2 094,8	3 039,0	1 513,6	1 396,5
Прибыль от продаж, млн. руб.	2 922,7	3 273,1	901,2	209,7	н/д	83,0	21,4
Рентабельность продаж	7,6%	14,2%	14,2%	10,0%	н/д	5,5%	1,5%
ЕВИТДА, млн. руб.	3 145,0	3 402,3	1 086,6	214,3	524,9	88,8	22,0
ЕВИТДА margin (%)	8,2%	14,8%	17,2%	10,2%	17,3%	5,9%	1,6%
Активы	39 352,6	43 010,6	12 175,3	3 242,3	7 542,3	1 830,3	1 598,5
Долг, млн. руб.	20 319,4	12 427,6	4 872,9	1 638,6	3 315,3	1 171,0	789,8
Debt ratio (%)	51,6%	28,9%	40,0%	50,5%	44,0%	64,0%	49,4%
ЕВИТ/расходы	3,8	8,4	6,3	2,8	н/д	5,6	0,5
Долг/ЕВИТДА	3,2	1,8	2,2	3,8	3,2	6,6	18,0

Источник: Отчетность компаний по РСБУ за 6 мес. 2006 г.

\* Для Группы НИТОЛ данные управленческой отчетности за 6 мес. 2006 г.

\*\* Для Никосхим-Инвест оценки Банка ЗЕНИТ, исходя из планов компании на 2006 год.

\*\*\* Для СНХЗ объем долга и активов скорректирован на облигационный займ

Сопоставляя эмитента с отраслевыми аналогами, присутствующими на долговом рынке, мы отмечаем, что, на фоне близких по масштабам Группы Никосхим и СНХЗ НИТОЛ имеет ряд преимуществ. В частности, тогда как Никосхиму пока не удалось решить структурные вопросы (компания по-прежнему остается малопонятной и закрытой для инвесторов, несмотря на попытки внести некоторую ясность накануне очередного размещения), структура Группы НИТОЛ оформилась полностью и приобрела вид вертикально-интегрированного холдинга. Кроме того, в течение 2005 – 2006 гг. существенно вырос уровень информационной прозрачности компании, была опубликована отчетность по МСФО за 2004 и 2005 гг., аудитором которой выступила компания PriceWaterhouseCoopers.

СНХЗ хотя и представляет собой достаточно понятную структуру, поскольку все финансовые и товарные потоки сконцентрированы на одной компании, уступает НИТОЛУ по масштабам и существенно проигрывает по рентабельности и уровню долговой нагрузки.

Поскольку большая часть средств облигационного займа будет направлена на финансирование крупномасштабного проекта по организации уникального для России производства трихлорсилана и затем поликристаллического кремния, востребованных на мировом рынке, мы отмечаем большую зависимость кредитного качества компании в среднесрочной перспективе от полной и своевременной реализации данного проекта. В то же время отмечаем, что достижение ожидаемого положительного эффекта повлечет значимое улучшение кредитного качества холдинга, что позволит совершенно иным образом позиционировать компанию при сравнении с отраслевыми аналогами, ориентируясь уже на представителей второго эшелона.

С момента дебюта Группы НИТОЛ на долговом рынке в декабре 2005 года структура холдинга претерпела определенные изменения: в ходе реструктуризации были сформированы отдельные дивизионы, каждый из которых имеет собственный план развития в определенной сфере химической отрасли, исходя из приоритетов стратегии развития бизнеса Группы в целом и имеющихся ресурсов.

В настоящее время в составе Группы НИТОЛ существуют следующие производственные дивизионы:

- **НИТОЛ-Усо́льехимпром (УХП)**, специализирующийся, главным образом, на производстве продуктов хлорной химии;
- **НИТОЛ-ОРГСИНТЕЗ (КОС)**, осуществляющий выпуск продуктов органического синтеза;
- **НИТОЛ-Эфиры целлюлозы (НЭЦ)**, включающий производство эфиров целлюлозы, эпоксидных смол и их производных.
- **НИТОЛ-СИЛИКОН**, ориентированный на производство кремнийсодержащих продуктов и поликристаллического кремния;

Кроме того, отдельно можно выделить два направления, деятельность которых тесным образом пересекается с дивизионом «НИТОЛ – Усо́льехимпром». Вместе с тем, данные компании осуществляют самостоятельную операционную деятельность:

- **ХИМСТРОЙМОНТАЖ** – сервисное подразделение, оказывающее услуги по производству и монтажу технологического оборудования, главным образом, «Усо́льехимпром», а также сторонним организациям.
- **ХИМБЫТ** – производство, ориентированное на выпуск тары для «Усо́льехимпром», а также потребительских товаров бытовой химии.

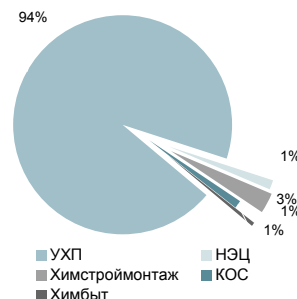
Несмотря на обособленность каждой из бизнес - единиц, технологические процессы предполагают достаточно тесное взаимодействие между компаниями Группы, что обуславливает большую значимость управляющего и контролирующего центрального звена, определяющего концепцию развития холдинга, основные направления товарных и денежных потоков между дивизионами.

Кроме российских активов Группа НИТОЛ имеет компанию в Китае, осуществляющую функции представительства и которая была создана в ноябре 2005 г. для развития сотрудничества с крупнейшими китайскими торговыми партнерами и специализируется на трейдинге, инжиниринге и маркетинге. Кроме того, сферой деятельности данного актива является подбор и закупка оборудования для Группы НИТОЛ, организация участия представителей Группы НИТОЛ в различных конференциях и выставках, проводимых в КНР. Не исключено также, что данный актив будет использоваться для создания совместных предприятий в Китае.

Управляющей компанией холдинга остается ООО «Группа НИТОЛ», возглавляет ее Котенко Дмитрий Васильевич.

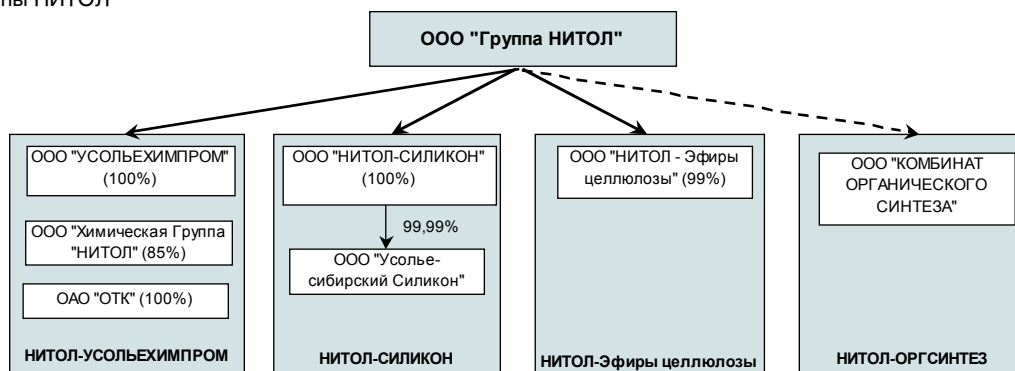
## Дивизионы Группы НИТОЛ

Структура продаж Группы НИТОЛ в 1 кв. 2006 г. по дивизионам:



Источник: Данные компании

Структура Группы НИТОЛ



Примечания:

1. В скобках обозначена доля ООО «Группа НИТОЛ» в УК компаний холдинга

2. Прямое владение активами обозначено ————— контроль и управление - - - - -

Источник: Данные компании

**НИТОЛ-Усольехимпром**

Мощности ООО «Усольехимпром», расположенные в городе Усолье-Сибирское Иркутской области, на текущий момент являются базовым производственным активом в составе Группы НИТОЛ, обеспечившим по итогам 6 мес. 2006 г. 94% консолидированной выручки.

Продуктовый ряд ООО «Усольехимпром» включает более 30 наименований, которые относятся к двум направлениям:

- неорганические продукты хлорной химии (каустическая сода, гипохлорит кальция, карбид кальция, кислота соляная и др.)
- хлорсодержащие органические продукты (эпихлоргидрин, трихлорэтилен, поливинилхлорид эмульсионный и др.)

По отдельным видам продукции Усольехимпром сохраняет позиции крупнейшего в России производителя. В частности, на долю компании приходится более 56% российских мощностей по выпуску трихлорэтилена, по 51% по выпуску гипохлорита кальция и эпихлоргидрина. Технологический цикл ООО «Усольехимпром» начинается с первичной переработки исходного сырья – водного раствора каменной соли (хлорида натрия), добываемого на одном из крупнейших в России соляных месторождений «Усольское», лицензиями на разработку которого владеет ООО «СольСиб».

Значительная доля продуктов первого передела (хлор, каустическая сода, водород) используется для производства продукции более высокого передела как самим ООО «Усольехимпром», так другими дивизионами Группы. При этом отдельные виды сырья, необходимые для производства сложных химических соединений, Усольехимпром производит самостоятельно, в частности, ацителен, хлористый водород. Другие закупает у сторонних поставщиков, оперирующих на территории Иркутской области, среди которых крупнейшими являются:

- ООО «Кемерово-Кокс» (кокс доменный)
- ООО «ТД Мечел» (антрацит)
- ООО «Искитимизвесть» (карбонатная порода)
- ООО «ТД Юкос» (пропилен).

Торговым оператором Усольехимпром на внутреннем рынке остается ООО «Химическая Группа НИТОЛ». В структуре продаж преобладают продукты неорганической химии (гипохлорит кальция, карбид кальция, жидкая каустическая сода и т.п.). Производственный потенциал позволяет компании занимать ведущие позиции на ключевых товарных рынках. В частности, в сегменте карбида кальция эмитент контролирует 43% рынка, по гипохлориту кальция его доля составляет 35.7%.

Доля НИТОЛ-Усольехимпром на ключевых товарных рынках

Наименование	Доля на рынке
в России	
Карбид кальция	43%
Гипохлорит кальция	35,7%
Трихлорэтилен	20%
ПВХ эмульсионный	8%
Каустическая сода	6%
в Китае	
Трихлорэтилен	32%
Эпихлоргидрин	11,5%

Источник: Данные компании

Текущая хозяйственная деятельность НИТОЛ-Усолехимпром

Продукт	Мощность тыс. т/год	Доля мощности в РФ	Объем выпуска 6 мес. 2006, тыс. т	6 мес. 2005, %
Хлор электролитический	127,4	9,2%	48,9	103%
Гипохлорит кальция	11,7	51,0%	2,98	73%
Каустическая сода	144	8,7%	35,6	117%
Карбид кальция	110	49,8%	42,7	119%
Пероксид водорода	12,3	8,0%	1,4	90%
Трихлорэтилен	42	56,8%	19,5	138%
Эпихлоргидрин	30	51,0%	14,4	106%
Поливинилхлорид эмульсионный	24	34,0%	9,7	116%

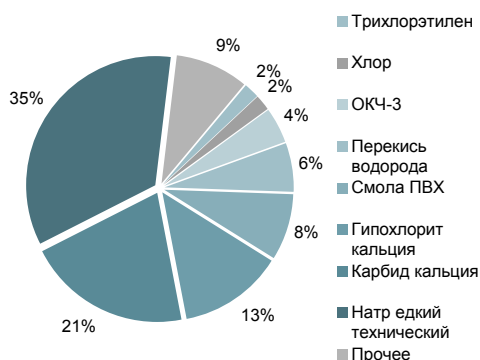
Источник: Данные компании

Для транспортировки готовой продукции как на внутренний рынок, так и за рубеж Группа НИТОЛ использует собственный парк железнодорожных цистерн, существенная часть которых отражается на балансе ОАО «Объединенной Транспортной компании» (ОАО «ОТК»).

В структуре продаж Усолехимпром преобладает экспорт, его доля на протяжении последних трех лет сохраняется на уровне близком к 70%, и каких-либо кардинальных изменений в среднесрочной перспективе не ожидается.

Поставки на экспорт Усолехимпром осуществляет, ориентируясь преимущественно на спрос находящегося в непосредственной близости Китая.

Структура продаж НИТОЛ-Усолехимпром на внутреннем рынке, 1 кв. 2006г.



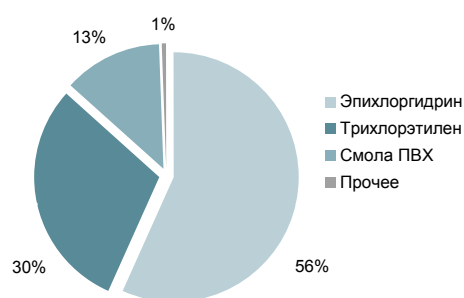
Источник: Данные компании

Наиболее значимыми для Группы НИТОЛ сегментами китайского рынка химической продукции являются трихлорэтилен и эпихлоргидрин, где доля компании в настоящее время составляет соответственно 32% и 11.5%.

План продаж эмитента на среднесрочную перспективу предусматривает сохранение объемов продаж на уровне не ниже текущих. Определенный оптимизм по поводу реализации данного плана добавляет динамичный рост химической промышленности в Китае и других странах Юго-Восточной Азии, который, по оценкам экспертов, будет сохраняться в течение ближайших нескольких лет.

Несмотря на то, что китайские производители заинтересованы в развитии собственного производства (в стадии реализации находится несколько проектов, выход которых на полную производственную мощность ожидается к 2010 г.) значимых угроз для бизнеса Группы НИТОЛ нет. Во-первых, собственные возможности китайских компаний по внедрению высокотехнологичного оборудования достаточно ограничены, вследствие чего эмитент не исключает организации совместного с китайской стороной производства и, во-вторых, среди собственных проектов, которые НИТОЛ планирует воплотить в жизнь, организация собственной переработки эпихлоргидрина и трихлорэтилена, в частности организация производства эпоксидных смол.

Структура экспорта НИТОЛ-Усолехимпром, 1 кв. 2006 г.



Источник: Данные компании

### **НИТОЛ-ОРГСИНТЕЗ**

С конца 2005 г. в составе Группы начал функционировать новый дивизион «НИТОЛ-Оргсинтез», организованный на базе приобретенного «Комбината органического синтеза».

Производственный комплекс расположен в центральной России, г. Новомосковск Тульской области и характеризуется наличием необходимой инфраструктуры: подъездными железнодорожными и авто путями, а также системой биоочистных сооружений. Кроме того, Новомосковская ГРЭС полностью обеспечивает производство необходимым в технологическом процессе паром.

В настоящее время основным товарным продуктом дивизиона является щавелевая кислота, сферой применения которой является производство чистящих средств, твердых сплавов, отдельных химических продуктов. Существует перспектива использования щавелевой кислоты в производстве редкоземельных элементов.

В первом полугодии 2006 г. на ООО «Комбинат Органического Синтеза», центральном активе дивизиона, было возобновлено производство бензолсульфокислоты, а в конце сентября состоялся запуск производства резорцина потенциальной мощностью 2 тыс. тонн в год.

Резорцин применяется в производстве химикатов для шинной и резинотехнической промышленности, также может использоваться как краситель и как антисептическое средство в фармацевтике.

До конца текущего года запланировано загрузить имеющиеся мощности не менее чем на 20%, а к 2008 г. обеспечить их 100% загрузку.

На текущий момент доля данного дивизиона в общем объеме выручки холдинга составляет немногим более 1%. При этом, развивая уникальные для России производства (НИТОЛ является единственным российским производителем резорцина) при наличии достаточно высокого неудовлетворенного спроса со стороны как отечественных, так и зарубежных потребителей, в среднесрочной перспективе эмитент сможет в полной мере реализовать конкурентные преимущества, база для которых формируется сейчас, что найдет свое позитивное отражение в финансах холдинга.

Стоит отметить, что в среднесрочной перспективе Группа НИТОЛ планирует провести модернизацию законсервированных производств таких продуктов, как малеиновый ангидрид и анилин. Организация их переработки и появление в ассортименте ряда эмитента востребованных на внешнем и внутреннем рынках 1.4 –бутандиола и полибутилентерефталата (продукты передела малеинового ангидрида) и N-метиланилина существенно усилят его позиции в сегменте продуктов органического синтеза.

### **НИТОЛ-Эфиры целлюлозы**

Дивизион НИТОЛ-Эфиры целлюлозы был образован также в 2005 году. Основное направление его деятельности – это производство эфиров целлюлозы и эпоксидных смол, а также развитие собственной региональной сети для конечных продуктов, в частности, клея обойного.

Производственные мощности данного дивизиона расположены в Иркутской области в непосредственной близости от ООО «Усольехимпром».

С начала 2006 года Группой НИТОЛ успешно реализовано несколько проектов по развитию данного дивизиона:

- Запущено производство этилцеллюлозы
- Запущено производство карбоксиметилцеллюлозы
- Проведена реконструкция производства эпоксидной смолы.

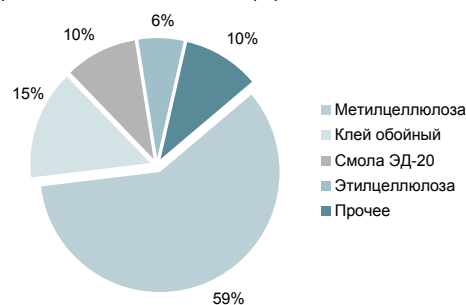
Реализация данных проектов позволила более чем на 600 тонн увеличить мощность производства по эфирам целлюлозы и довести мощность выпуска эпоксидной смолы до 800 тонн в год.

## Производственные мощности дивизиона НИТОЛ-Эфиры целлюлозы

Продукт	Мощность тонн/год	Доля мощности в РФ	Объем выпуска 6 мес. 2006, тонн
Клей обойный	651	5%	130
Метилцеллюлоза	800	100%	140
Этилцеллюлоза	270	100%	40
Карбоксиметилцеллюлоза	300	2,4%	0
Эпоксидная смола	800	10,7%	70

Источник: Данные компании

## Структура продаж дивизиона НИТОЛ-Эфиры целлюлозы, 1 кв. 2006 г.



Источник: Данные компании

В настоящее время Группа НИТОЛ является основным производителем этилцеллюлозы в России и занимает ведущие позиции в сегменте метилцеллюлозы.

Целевым потребителем продукции дивизиона НИТОЛ-Эфиры целлюлозы является промышленность строительных материалов. Рост потребления строительных материалов ожидается на уровне не менее 15% в год. При этом по отдельным направлениям, в частности в сегменте лакокрасочной промышленности, по оценкам специалистов, он может составить порядка 30%.

## НИТОЛ-СИЛИКОН

Дивизион сформирован в декабре 2005 г., когда была начата реструктуризация приобретенного производственного комплекса «Усолье-Сибирский Силикон», находящегося на территории производственной площадки ООО «Усольехимпром» в городе Усолье-Сибирское.

С момента образования дивизион приступил к реализации проекта реконструкции существовавшего раньше в г. Усолье производства трихлорсилана, который в дальнейшем планируется использовать в качестве исходного сырья при выпуске поликристаллического кремния (ПКК, поликремний) и других кремнийсодержащих продуктов.

Область применения поликристаллического кремния охватывает, главным образом, сферу инноваций и высоких технологий: микроэлектронику, силовую электротехнику, солнечную энергетику и микромеханику и т.п.

Группа НИТОЛ располагает стратегическими преимуществами, позволяющими организовать выпуск ПКК с более низкой себестоимостью производства по сравнению с известными производителями данного продукта в мире, а также в достаточно сжатые сроки и с наименьшими затратами:

1. Наличие производства трихлорсилана полупроводникового качества.
2. Наличие требующейся инфраструктуры и собственной сырьевой базы (Усольехимпром производит хлористый водород, водород и азот).
3. Близость источника главного сырья – технологического кремния. Крупнейший в России производитель технологического кремния ЗАО «Кремний» находится в г. Шелехов (около 70 км от г. Усолье-Сибирское).
4. Расположение производственной площадки в энергоизбыточном регионе, что обеспечивает более низкую, чем в других регионах, стоимость электроэнергии и минимальную вероятность ее скачкообразного роста в будущем.
5. Сформировавшаяся команда профессионалов.

Первоначально мощность установки по выпуску трихлорсилана, запуск которой ожидается в декабре текущего года, будет составлять 10 тыс. тонн в год. К 2008 г. предполагается увеличить мощности вдвое – до 12 тыс. тонн.

Учитывая, что для создания комплекса по выпуску поликристаллического кремния необходимо порядка 2 лет (лаг обусловлен продолжительностью изготовления необходимого оборудования в силу его высокой технологичности), производство ПКК эмитент планирует начать во второй половине 2008 г. Потенциальные мощности по выпуску ПКК будут составлять 600 тонн с возможностью увеличения до 800 тонн/год.

До начала собственного выпуска ПКК весь произведенный трихлорсилан планируется экспортировать иностранным потребителям (прежде всего в Италию), а также активно наращивающему объемы потребления Китаю. Вместе с тем, в среднесрочной перспективе большая часть произведенного продукта будет перерабатываться в поликристаллический кремний, предназначенный для производства солнечных батарей.

В настоящее время промышленного производства поликристаллического кремния в России нет. В 2003 году было ликвидировано последнее действующее производство на Подольском химико-металлургическом заводе. Ранее в России существование производства ПКК достаточно тесно пересекалось с оборонно-промышленным комплексом, и снижение государственных расходов на ВПК стало одной из главных причин утраты данного производства. При этом растущие потребности в ПКК, преимущественно полупроводникового качества, со стороны российских предприятий-потребителей, крупнейшим из которых является компания Ситроникс, удовлетворяются в настоящее время за счет импорта, главным образом, из Италии, США, Германии и Чехии.

Мировой рынок трихлорсилана, используемого для производства ПКК, разделен между США, Японией, Германией и Италией. Самым крупным потребителем, и, одновременно, производителем трихлорсилана, используемого для производства поликремния, являются США, на их долю в 2005 г. пришлось более 50% общемирового потребления. При этом доля самого крупного американского производителя трихлорсилана – компании Hemlock Semiconductors, составила более 23%. Приблизительно равные позиции, около 20%, занимали Япония и Германия, доля Италии превысила 2%.

По оценкам экспертов, на 2006 г. объем потребления трихлорсилана на производство ПКК составил 422 тыс. тонн в год, при этом объем производства поликремния на 2006 г. достиг 32 тыс. тонн со среднегодовым темпом роста производства в период с 1998 по 2006 гг. около 9%.

По оценкам экспертов, в 2005 году мировой объем потребления трихлорсилана на производство ПКК составил 442 тыс. тонн в год, при этом дефицит трихлорсилана оценивался в 165 тыс. тонн в год, что обусловлено, главным образом, растущим спросом на поликремний. Ожидается, что создавшийся дефицит может быть нивелирован за счет активного ввода в действие новых производственных мощностей, однако, учитывая высокую стоимость и долгосрочный характер таких проектов, их массового ввода в действие раньше 2008 г. не ожидается. Кроме того, оптимизма по поводу реализации существующих конкурентных преимуществ Группы НИТОЛ добавляют данные большинства текущих прогнозов экспертов, согласно которым, до 2010 года среднегодовой рост потребления трихлорсилана в производстве поликристаллического кремния ожидается на уровне 12.5%, в результате чего общий объем мирового потребления приблизится к 1 млн. тонн в год. При этом существенно увеличится потребление трихлорсилана со стороны Китая, активно развивающего производство ПКК.

В 2005 году мировой объем производства поликремния составил около 32 тыс. тонн, что соответствовало пределу достигнутых мощностей. Среднегодовой тем роста производства ПКК в период с 1998 по 2005 гг. оценивался в 9%.

Более 90% мирового рынка поликристаллического кремния контролируют 9 компаний из США, Германии, Японии и Италии. При этом 8 из них используют в качестве сырья трихлорсилан собственного производства. Лидером на рынке ПКК с долей мощности около 24% является американская компания Hemlock Semiconductors.

По данным аналитиков рынка ПКК, в 2005 году структура мирового потребления поликремния была следующей: 62% - полупроводниковый кремний, 38% - поликремний для солнечных батарей. При этом спрос на полупроводниковый кремний превышал предложение на 15%, а на ПКК солнечного качества – 46%.

В 2010 году, по экспертным прогнозам, объем рынка ПКК составит более 70 тыс. тонн/год. Реагируя на растущий спрос на ПКК, компании-производители стремятся увеличить свои производственные мощности посредством расширения действующих и строительства новых мощностей. В частности, в течение 2006 г. 4 компании заявили об увеличении мощностей, как по солнечному, так и полупроводниковому ПКК. Исходя из этого, эксперты оценивают среднегодовой прирост производства поликремния в мире до 2010 г. на уровне 19% в год, при этом в сегменте полупроводникового кремния среднегодовой рост производства ожидается на уровне 7%, а солнечного – 30% - 35%.

По текущим прогнозам состояния рынка поликремния до 2010 года среднегодовой рост

спроса на поликремний полупроводникового качества ожидается на уровне 5% – 9%, а на поликремний солнечного качества около 14% - 18%.

Таким образом, разрыв между спросом и предложением на ПКК будет сокращаться, однако насыщения рынка на период до 2010 года не прогнозируется.

Главной движущей силой развития рынка ПКК является солнечная фотоэнергетика. Крупномасштабное использование солнечных элементов или фотоэлектрических преобразователей солнечной энергии (ФЭП), 90% из которых изготавливается на основе поликристаллического кремния, является одним из наиболее перспективных и экологически чистых способов генерирования электроэнергии.

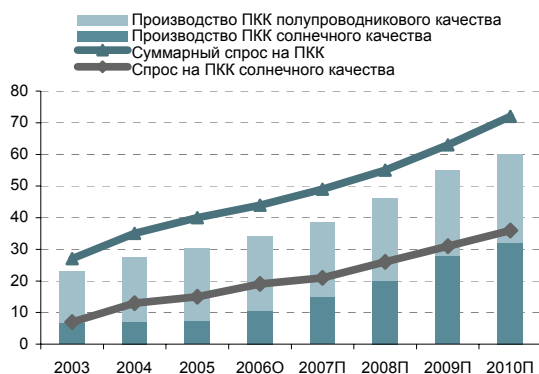
Солнечная фотоэнергетика - одна из самых быстрорастущих индустрий в мире. В период с 1999 по 2004 г. среднегодовой рост рынка солнечной энергетики составлял более 35%. При этом в 2004 году объем этого рынка оценивался в 5.6 млрд. евро и, согласно большинству текущих прогнозов, в 2010 году достигнет 24 млрд. евро.

В настоящее время мировой рынок солнечных элементов распределен между 10 компаниями, среди которых доминируют японские, их доля составляет 47.6%. Мировым лидером является Sharp Corporation (27% мирового рынка).

По текущим прогнозам, до 2020 года одними из наиболее активно растущих рынков солнечной энергетики будут рынки стран Юго-Восточной Азии (Индия, Таиланд) и Китая. Наряду с этим, особенности географического положения производственной площадки ООО «Усолъе-Сибирский Силикон» и имеющийся у Группы НИТОЛ опыт поставок своей химической продукции на экспорт в Китай, позволяют рассматривать эту и другие страны Юго-Восточного региона в качестве потенциальных рынков сбыта поликристаллического кремния производства ООО «Усолъе-Сибирский Силикон».

Таким образом, текущее состояние и тенденции развития рынка поликремния, наличие ресурсов, технологии, производственной инфраструктуры, формируют устойчивую конкурентную позицию Группы НИТОЛ на мировом рынке поликристаллического кремния.

Прогноз состояния рынка ПКК до 2010 г.



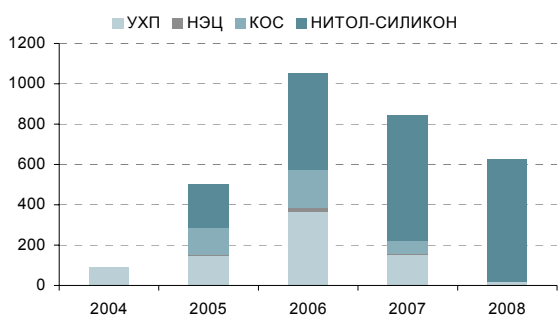
Источник: Данные компании

Стратегия развития Группы НИТОЛ на среднесрочную перспективу предполагает планомерное развитие всех дивизионов, входящих в холдинг, и сохранение ведущих позиций на ключевых товарных рынках.

**Инвестиционная программа Группы НИТОЛ**

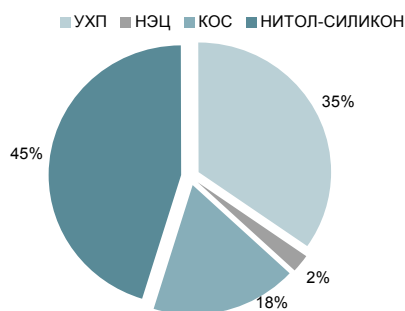
В то же время на ближайшие три года в качестве приоритетного направления, требующего наибольших финансовых вливаний, выделен дивизион НИТОЛ-СИЛИКОН и, в частности, проект по организации производства трихлорсилана с последующим запуском переработки трихлорсилана в поликристаллический кремний. На долю данного проекта приходится существенная доля инвестиционных затрат текущего года (45%) а также основная часть расходов в течение 2007 – 2008 гг. Наряду с этим, НИТОЛ планирует продолжать начатые мероприятия по переоснащению и расширению производственных комплексов других дивизионов.

Инвестиционные затраты Группы НИТОЛ в 2004 – 2008 гг.



Источник: Данные компании

Структура инвестиционных затрат Группы НИТОЛ в 2006 г.



Источник: Данные компании

Мы отмечаем, что новый план инвестиционных расходов Группы НИТОЛ до 2008 г. несколько отличается от того, который был приведен в инвестиционном меморандуме к первому выпуску. Приоритетное положение проекта НИТОЛ-СИЛИКОН и концентрация значительных финансовых ресурсов для его реализации побудили эмитента передвинуть ряд ранее озвученных проектов на более далекую перспективу. Благодаря этому общая сумма инвестиций, как и прежде, соответствует финансовым возможностям компании и дополнительные риски чрезмерного роста долговой нагрузки минимальны.

Общий объем инвестиционных расходов на 2006 - 2008 гг. составляет около 2.5 млрд. руб., из которых 1.05 млрд. руб. приходится на текущий год. По состоянию на 01 ноября инвестиционный план 2006 г. профинансирован уже более чем на 67%.

Потребность в инвестиционных ресурсах на следующий год оценивается на уровне 850 млн. руб. Для завершения начатых проектов в 2008 году потребуется немногим более 623 млн. руб.

Что касается новых инвестиционных идей, то по заявлениям менеджмента, общее направление расширения и модернизации производств обязательно сохранится, и те проекты, которые были озвучены ранее обязательно «увидят свет», но только после успешной реализации большей части текущей инвестиционной программы. При этом не исключается возможность стратегического партнерства НИТОЛа с другими химическими компаниями при реализации отдельных проектов.

Ключевые инвестиционные проекты Группы НИТОЛ до 2008 гг.

Наименование проекта	Срок реализации	Оценочная стоимость, млн. руб.	Срок окупаемости, мес.	Фактические затраты на 01.11.2006 г.	Содержание проекта
<b>НИТОЛ-УСОЛЬЕХИМПРОМ</b>					
Реконструкция производства хлора и каустической соды	3 кв. 2004 г. - 3 кв. 2007 г.	297,6	55	202,4	Реконструкция оборудования, предполагающая повышение токовой нагрузки в зале электролиза, увеличение производства хлора и каустика в 1.2 раза
<b>НИТОЛ-ОРГСИНТЕЗ</b>					
Реконструкция производства щавелевой кислоты	4 кв. 2005 г. - 2 кв. 2007 г.	33,87	56	1,8	Реконструкция производства щавелевой кислоты с доведением мощности до 8.4 тыс. тонн в год
Реконструкция производства резорцина	4 кв. 2005 г. - 1 кв. 2007 г.	323,46	57	246,6	Восстановление производства резорцина мощностью 2.2 тыс. тонн
<b>НИТОЛ-СИЛИКОН</b>					
Восстановление производства трихлорсилана	4 кв. 2005 г. - 1 кв. 2007 г.	573,1	56	470,5	Восстановление производства трихлорсилана мощностью 10 тыс. тонн в год
Строительство производства поликристаллического кремния/ Этап I	4 кв. 2005 г. - 3 кв. 2008	1 226,5		53,4	Строительство первой очереди производства ПКК мощностью 800 тонн в год
<b>ИТОГО</b>		<b>2 454,6</b>		<b>974,5</b>	

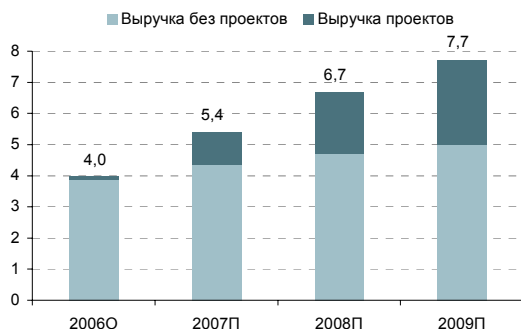
Источник: Данные компании

В силу того, что для финансирования инвестиций Группа НИТОЛ очень активно использует кредитное плечо, финансовая устойчивость эмитента в среднесрочной перспективе очень чувствительна к полному и своевременному выполнению обозначенных выше проектов.

К 2009 году на фоне увеличения оборота с текущих 4 млрд. руб. до 7.7 млрд. руб. за счет выхода на проектную мощность новых производств в условиях существующего спроса, компания ожидает рост EBITDA в 4.7 раза с текущих 518 млн. руб. до 2.4 млрд. руб. Среди основных факторов, которые будут способствовать столь существенному росту прибыли можно выделить следующие: эффект от оптимизации операционных расходов, экономию на ресурсах, использование ресурсосберегающих технологий, увеличение в структуре

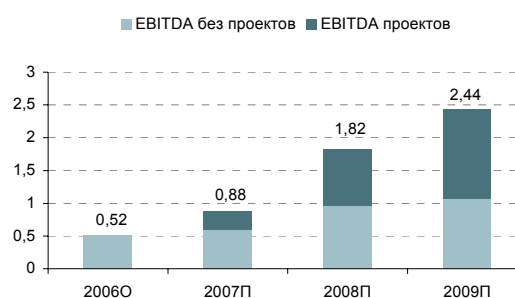
продаж доли продуктов высокого передела с большей добавленной стоимостью, а также благоприятная конъюнктура рынков сбыта, позволяющая закладывать в цену реализации достаточно высокую маржу.

Прогноз выручки Группы НИТОЛ, 2006 – 2009 гг.



Источник: Данные компании

Прогноз EBITDA Группы НИТОЛ 2006 – 2009 гг.



Источник: Данные компании

На текущий момент Группа НИТОЛ имеет аудированную консолидированную отчетность за 2004 и 2005 г., подготовленную в соответствии со стандартами IFRS, аудитором которой выступила компания PriceWaterhouseCoopers. При этом за 2004 г. данные представлены в виде комбинированного отчета, аудиторским заключением подтверждаются данные за период с момента юридической регистрации холдинга, т.е. с июня 2004 г.

Согласно отчетности, составленной по стандартам IFRS, в 2005 г. выручка Группы НИТОЛ составила 110.29 млн. долл., что превышает аналогичный показатель, обозначенный в комбинированной отчетности за 2004 г. на 15%. Чистая прибыль в 2005 году зафиксирована на уровне 6.609 млн. долл. против 2.304 млн. долл. годом ранее.

Финансовые показатели Группы НИТОЛ, по IFRS за 2004-2005 гг.

Показатель	2004 IFRS	2004 РСБУ	2005 IFRS	2005 РСБУ
Выручка	95,73	93,16	110,29	119,66
ЕВITDA	10,70	11,06	12,89	9,13
Чистая прибыль	2,30	3,24	6,61	3,49
Активы	85,12	67,72	114,00	101,53
Внеоборотные активы	49,21	27,23	60,43	37,03
Оборотные активы	35,92	40,49	53,57	64,50
Пассивы	85,12	67,72	114,00	101,53
Собственный капитал	43,04	26,17	42,74	29,92
Обязательства	42,08	41,55	71,27	71,61

\* в 2004 среднегодовой курс 1 долл. США=28.808 руб., курс на 31.12.2004 1 долл. США=27.7487 руб.  
в 2005 среднегодовой курс 1 долл. США=28.3136 руб., курс на 31.12.2004 1 долл. США=28.7825 руб.

Источник: Отчетность по IFRS, управленческая отчетность по РСБУ

Более полное, на наш взгляд, представление о текущем финансовом состоянии эмитента позволяет получить управленческая отчетность, которая вполне сопоставима с отчетностью по МСФО. Разница в стоимости внеоборотных активов обусловлена тем, что в аудированной отчетности активы отражаются по рыночной стоимости, которая определена с использованием «доходного» метода оценки. В 2005 году существующие расхождения по выручке обусловлены более жесткими требованиями международных стандартов по созданию различных резервов (дебиторской задолженности, социальных и экологических выплат). Различия по EBITDA и чистой прибыли обусловлены эффектом положительного гудвила, сформировавшегося в процессе консолидации новых активов в течение 2004-2005 гг.

Согласно данным управленческой отчетности, по сравнению с 2004 г. оборот холдинга вырос на 26% до 3.39 млрд. руб., при этом роста прибыли в течение года не было. В частности, прибыль от продаж снизилась на 26% с 682 млн. руб. до 502 млн. руб., а EBITDA сократилась с 318 млн. руб. до 258 млн. руб.

Можно отметить, что прошлый финансовый год был для компании не слишком удачным. Протекционистские меры со стороны Китая, спровоцировавшие замедление товарных потоков в течение второго и третьего кварталов, а также дополнительные транспортные расходы в связи с изменением маршрута поставок, негативно повлияли на рентабельность эмитента. В частности, рентабельность продаж составила 14.8% против 23.3% годом ранее.

В тоже время, сохранить норму чистой прибыли на уровне, довольно близком к показателю 2004 г., 2.9%, позволила оптимизация внереализационных расходов и сокращение объема экологических выплат в силу более жесткого экологического контроля производства.

### Оценка финансового состояния Группы НИТОЛ

Результаты первого полугодия 2006 г. выглядят более оптимистично. В частности, выручка в первом полугодии текущего года по сравнению с аналогичным периодом прошлого года увеличилась на 61% до 2.09 млрд. руб.

Положительный эффект от разработанных в конце прошлого года схем поставок и логистики, жесткий контроль над расходами, в условиях их неизбежного роста, а также эффект от реализации некоторых инвестиционных проектов, обеспечили возможность для преодоления прошлогодних «провалов» нормы прибыли. Рентабельность по EBITDA в первом полугодии составила 10.2%, норма чистой прибыли вернулась на уровень 3.5%.

Решение проблем, возникших в 2005 г., позволило компании вернуть свои позиции среди эмитентов, характеризующихся умеренными финансовыми рисками. Оценка финансового состояния Группы НИТОЛ по управленческой отчетности за 6 мес. 2006 г., в соответствии с методикой Банка ЗЕНИТ составила 1.16 против 0.78 по итогам 2005 г.

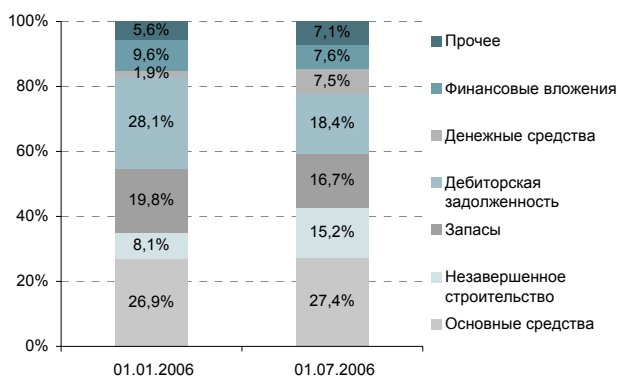
Оценка финансового состояния Группы НИТОЛ:

	2004		2005		2 кв. 2006	
	К	Оценка	К	Оценка	К	Оценка
<b>*** Структура капитала ***</b>						
Leverage ratio	0,61	2,1	0,71	0,3	0,69	0,0
Debt ratio	0,29	2,2	0,49	0,0	0,51	0,0
Current ratio	1,04	3,0	2,14	3,0	1,94	3,0
Cash ratio	0,04	0,4	0,06	0,7	0,26	3,0
<b>*** Рентабельность ***</b>						
Net Margin	3,5%	1,0	2,9%	0,8	3,5%	1,0
EBITDA Margin	11,9%	1,0	7,6%	0,1	10,2%	0,6
Operating Margin	25,4%	3,0	14,8%	2,0	10,0%	1,0
<b>*** Адекватность денежных потоков ***</b>						
Total debt/EBITDA	1,67	2,3	5,41	0,0	3,78	0,2
CFO/Total debt	-0,20	0,0	-0,25	0,0	0,21	1,1
EBIT Interest coverage	2,33	1,1	4,28	1,6	2,74	1,2
<b>*** Динамика финансовых показателей ***</b>						
Динамика выручки	21%	3,0	26%	3,0	61%	3,0
Динамика прибыли	314%	3,0	-26%	0,0	41%	3,0
<b>Оценка надежности</b>	<b>1,69</b>		<b>0,78</b>		<b>1,16</b>	

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

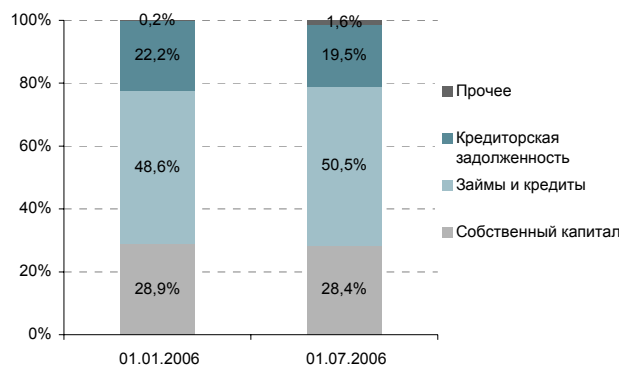
Несмотря на возникшие в прошлом году проблемы сбыта, Группа НИТОЛ не отказалась от своих инвестиционных планов. Следствием активного привлечения внешних ресурсов как для финансирования инвестиций, так и для оплаты текущих расходов стал существенно увеличившийся кредитный портфель – в течение 2005 г. уровень долга в пассивах вырос больше чем вдвое с 23% до 49%. При этом кредитный портфель, объем которого на конец года достигал 1.39 млрд. руб. на 72% был сформирован из обязательств по облигациям.

Структура активов Группы НИТОЛ:



Источник: Данные компании

Структура пассивов Группы НИТОЛ:



Источник: Данные компании

По итогам 1 полугодия 2006 г. debt ratio составил 51%. В абсолютном выражении объем долга вырос до 1.63 млрд. руб. (с учетом облигационного займа объемом 1 млрд.). Решение проблемы сбыта обеспечило компании положительный денежный поток от операционной деятельности и позволило сократить потребности в кредитных ресурсах для пополнения оборотного капитала. Доля долгосрочных кредитов (до 3-х лет) привлекаемых с целью финансирования инвестиционных расходов увеличилась и составила по состоянию на 01.11.06г. 242 млн. руб.

Стоит отметить, что инвестиционная активность компании по сравнению с прошлым годом существенно возросла. Так, если инвестиционные расходы в 2005 г. составили 499 млн. руб., то план на текущий год предусматривает их в объеме 1.05 млрд. руб. Учитывая, данный факт, эмитент предполагает вновь появиться на долговом рынке с облигационным займом на сумму 2.2 млрд. руб. При этом часть привлеченных средств будет направлена на полное рефинансирование облигаций серии 01, а также на погашение банковских кредитов, за счет которых кредитный портфель компании по состоянию на 01.11.2006 г. увеличился до 2.36 млрд. руб.

С одной стороны риск такого активного использования кредитного плеча при финансировании инвестиционной программы усугубляет зависимость кредитного качества компании от полного и своевременного выполнения намеченных планов. В тоже время определенную долю оптимизма вселяет приоритетный характер расходов в проекты, положительный эффект от которых должен проявиться уже в среднесрочной перспективе и не только с лихвой компенсировать все затраты, но и улучшить качество покрытия долга, а также сформировать базу собственных ресурсов для финансирования новых проектов.

По итогам 6 мес. 2006 года сумма обязательств по кредитам и займам превышала EBITDA, приведенную к годовому базису, в 3.78 раза. Покрытие процентных выплат EBIT было на уровне 2.74. С учетом корректировки на новый займ и, исходя из прогнозируемого эмитентом уровня EBITDA на конец года, соотношение долг/EBITDA ожидается в пределах 5, а покрытие процентных расходов прибылью до учета налогов и процентов - 2.75.

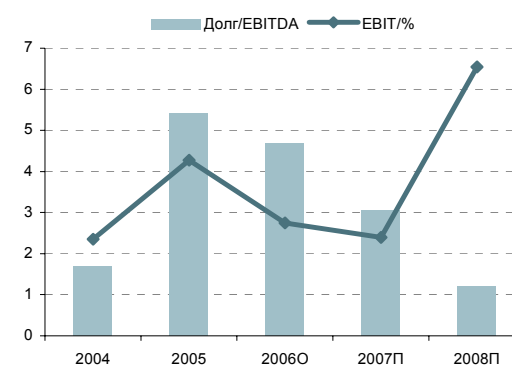
Принимая во внимание отдачу от инвестиционных проектов, которая начала положительно отражаться на результатах работы компании уже с 2006 г. можно предположить, что качество покрытия долга должно существенно улучшиться. В частности, уже к концу следующего года, согласно достаточно консервативным прогнозам компании, соотношение долг/EBITDA может снизиться до 2.6, а к 2008 г. – до уровня ниже 2.

Кредитный портфель Группы НИТОЛ на 01.11.2006 г.

Банк-кредитор	Остаток, млн. руб	Погашение
Альфа-Банк	78,5	дек.06
Альфа-Банк	121,2	авг-окт 07
Альфа-Банк	74,0	июн.08
Альфа-Банк	131,2	июн.09
Банк ЗЕНИТ	600,0	январь.07
Банк Сосьете-Женераль Восток	37,6	окт.08
Номос Банк	55,0	дек.06
Ост-Вест Хандельсбанк (Германия)	235,5	февр-апр 07
Сбербанк	30,9	январь.07
Облигации	1 000,0	дек.08
<b>ИТОГО</b>	<b>2 363,9</b>	

Источник: Данные компании

Динамика показателей покрытия долга 2004 – 2008 гг.:



Источник: Данные компании

Ольга Ефремова  
o.efremova@zenit.ru

## ПРИЛОЖЕНИЕ 1

## Управленческая Отчетность Группы НИТОЛ 2004 – 1 пг. 2006 гг. (тыс. руб.)

## Бухгалтерский баланс

	Код стр.	На 01.01.2005	На 01.01.2006	На 01.07.2006
<b>I. Внеоборотные активы</b>				
Нематериальные активы	110	-	33 317	202
Основные средства	120	686 065	774 299	888 677
Незавершенное строительство	130	65 027	232 024	494 033
Долгосрочные финансовые вложения	140	4 429	8 747	14 995
Прочие внеоборотные активы	150	-	-	2 016
<b>Итого по разделу I.</b>	<b>190</b>	<b>755 521</b>	<b>1 048 387</b>	<b>1 399 923</b>
<b>II. Оборотные активы</b>				
Запасы, в том числе:	210	414 540	568 424	540 714
сырье материалы и другие аналогичные ценности	211	193 571	186 916	264 562
затраты в незавершенном производстве	213	101 542	68 182	58 213
готовая продукция и товары для перепродажи	214	54 146	208 649	135 659
товары отгруженные	215	62 122	84 976	49 804
расходы будущих периодов	216	3 155	19 701	32 476
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	44 975	119 341	214 295
Дебиторская задолж-ть (долгосрочная)	230	-	396	246
Дебиторская задолж-ть (краткосрочная)	240	412 294	808 371	597 126
покупатели и заказчики	241	213 911	132 967	214 319
авансы выданные	245	87 342	50 406	247 638
прочие дебиторы	246	110 975	624 998	135 169
Краткосрочные финансовые вложения	250	210 705	275 009	245 465
Денежные средства	260	41 049	54 632	244 514
<b>Итого по разделу II.</b>	<b>290</b>	<b>1 123 563</b>	<b>1 826 173</b>	<b>1 842 407</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 190+290)</b>	<b>300</b>	<b>1 879 084</b>	<b>2 874 560</b>	<b>3 242 330</b>
<b>III. Капитал и резервы</b>				
Уставный капитал	410	763 079	826 401	916 019
Добавочный капитал	420	-	5 157	5 409
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	-36 861	15 548	93 517
<b>Итого по разделу III.</b>	<b>490</b>	<b>726 218</b>	<b>847 106</b>	<b>1 014 945</b>
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>				
Займы и кредиты	510	45 825	1 145 358	1 249 130
Отложенные налоговые обязательства	515	28 152	29 676	26 202
Прочие долгосрочные обязательства	520	-	-	-
<b>Итого по разделу IV.</b>	<b>590</b>	<b>73 977</b>	<b>1 175 034</b>	<b>1 275 332</b>
<b>V. Краткосрочные обязательства</b>				
Займы и кредиты	610	491 398	252 418	389 493
Кредиторская задолженность, в том числе:	620	4 113 443	539 423	631 363
поставщики и подрядчики	621	129 799	79 215	129 400
задолженность перед персоналом организации	622	31 288	30 130	41 435
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	623	20 016	22 483	11 079
задолженность по налогам и сборам	624	30 685	53 631	78 226
авансы полученные	627	342	4 525	6 516
прочие кредиторы	625	199 214	349 439	364 707
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	630	172 648	60 566	-68 815
Доходы будущих периодов	640	-	13	12
Резерв предстоящих расходов	650	3 500	-	-
Прочие краткосрочные обязательства	660	-	-	-
<b>Итого по разделу V.</b>	<b>690</b>	<b>1 078 890</b>	<b>852 420</b>	<b>952 053</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)</b>	<b>700</b>	<b>1 879 086</b>	<b>2 874 560</b>	<b>3 242 330</b>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 2

## Управленческая Отчетность Группы НИТОЛ 2004 – 1 пг. 2006 гг. (тыс. руб.)

## Отчет о прибылях и убытках

Наименование показателя	Код стр.	2004	2005	6 мес.2006
<b>Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>				
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	2 683 711	3 388 056	2 094 826
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	1 511 177	2 208 901	1 424 722
Валовая прибыль	029	1 172 534	1 179 155	670 104
Коммерческие расходы	030	-207 961	-389 870	-280 100
Управленческие расходы	040	-282 264	-287 242	-180 282
Прибыль (убыток) от продаж	050	682 309	502 043	209 722
<b>Прочие доходы и расходы</b>				
Проценты к получению	060	2 277	560	2 205
Проценты к уплате	070	-125 249	-50 121	-65 560
Прочие операционные доходы	090	2 005 128	473 669	312 050
Прочие операционные расходы	100	-2 341 782	-752 749	-334 805
Внереализационные доходы	120	1 085 061	1 831 876	1 549 499
Внереализационные расходы	130	-1 141 435	-1 841 065	-1 588 984
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>140</b>	<b>166 310</b>	<b>164 213</b>	<b>114 127</b>
Отложенные налоговые активы	141	10 401	-8 008	-5 965
Отложенные налоговые обязательства	142	28 300	-3 566	-3 929
Текущий налог на прибыль	150	-29 380	-44 124	-48 503
Иные платежи, санкции, пени	151	-25 763	-16 748	-3 026
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>190</b>	<b>93 268</b>	<b>98 899</b>	<b>72 492</b>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 3

## Отчетность Группы НИТОЛ по IFRS за 2004 - 2005 гг. (тыс. долл.)

	31 December 2005	31 December 2004
<b>ASSETS</b>		
<b>Non current assets</b>		
Property, plant and equipment	59 005	48 038
Defferred income	1 423	1 167
<b>Total non-current assets</b>	<b>60 428</b>	<b>49 205</b>
<b>Current assets</b>		
Inventories	15 177	14 172
Trade and others receivables	14 914	11 754
Loans originated	19 608	8 436
Cash and cash equivalents	3 874	1 554
<b>Total current assets</b>	<b>53 573</b>	<b>35 916</b>
<b>TOTAL ASSETS</b>	<b>114 001</b>	<b>85 121</b>
<b>Shareholders' equity</b>		
Share capital	25 774	29 514
Retained earnings	16 461	15 607
Currency translation differences	501	-2 083
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>42 736</b>	<b>43 038</b>
<b>LIABILITIES</b>		
<b>Non current liabilities</b>		
Long-term borrowings	1 249	1 103
Defferred income tax liabilities	7 096	6 165
Provisions for liabilities and charges	1 333	1 379
<b>Total non-current liabilities</b>	<b>9 678</b>	<b>8 647</b>
<b>Current liabilities</b>		
Trade and others payables	10 484	8 350
Current income taxes payable	944	836
Short-term borrowings	41 098	19 899
Advences from customers	8 958	4 261
Provisions for liabilities and charges	103	90
<b>Total current liabilities</b>	<b>61 587</b>	<b>33 436</b>
<b>TOTAL LIABILITIES</b>	<b>71 265</b>	<b>42 083</b>
<b>TOTAL LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY</b>	<b>114 001</b>	<b>85 121</b>

	Year ended 31 December 2005	Period from incorporatuin (24 June 2004) to 31 December 2004
Sales	110 290	29 426
Raw materials, services and utilities	-62 837	-15 682
Employment costs	- 22 367	-5 707
Transportation, selling and others expenses	- 15 322	-3 749
Despreciation, amortisation and impairment	- 2 337	-1 054
Foreign exchange loss on operating items	-62	-70
<b>Operatin profit before excess of fair value of</b>	<b>7 365</b>	<b>3 164</b>
Exess of fair value of identifiable net assets of acquired entities over their cost	3 186	13 415
<b>Operatin profit</b>	<b>10 551</b>	<b>16 579</b>
Net finance costs	- 1 908	-1 164
<b>Profit before income tax</b>	<b>8 643</b>	<b>15 415</b>
Income tax expense	- 2 034	-204
<b>Profit for the year/period</b>	<b>6 609</b>	<b>15 211</b>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 4

Отчетность по РСБУ за 2004 – 9 мес. 2006 г. ООО «Группа НИТОЛ», тыс. руб.

Бухгалтерский баланс

	Код стр.	На 01.01.2005	На 01.01.2006	На 01.07.2006	На 01.10.2006
<b>I. Внеоборотные активы</b>					
Нематериальные активы	110	-	212	202	196
Основные средства	120	170	3 137	3 530	3 507
Незавершенное строительство	130	11	130	100	106
Долгосрочные финансовые вложения	140	-	-	-	794 907
Отложенные налоговые активы	145	4 467	5 407	10 017	13 672
<b>Итого по разделу I.</b>	<b>190</b>	<b>4 649</b>	<b>8 887</b>	<b>13 969</b>	<b>812 676</b>
<b>II. Оборотные активы</b>					
Запасы, в том числе:	210	2	12 091	11 217	11 055
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	211	-	34	290	215
расходы будущих периодов	216	2	12 057	10 927	10 839
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	2	3 617	-	-
Дебиторская задолж-ть (краткосрочная)	240	-	386 565	128 530	913 190
покупатели и заказчики	241	20 317	4 614	7 847	21 431
Краткосрочные финансовые вложения	250	763 670	1 416 045	1 511 338	747 982
Денежные средства	260	337	3 606	166 620	72
<b>Итого по разделу II.</b>	<b>290</b>	<b>765 651</b>	<b>1 821 924</b>	<b>1 817 705</b>	<b>1 672 299</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 190+290)</b>	<b>300</b>	<b>770 300</b>	<b>1 830 811</b>	<b>1 831 674</b>	<b>2 484 975</b>
<b>III. Капитал и резервы</b>					
Уставный капитал	410	763 010	763 010	763 010	763 010
Добавочный капитал	420	-	5 157	5 409	5 409
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	-14 146	-12 932	-11 420	-10 637
<b>Итого по разделу III.</b>	<b>490</b>	<b>748 864</b>	<b>755 235</b>	<b>756 999</b>	<b>757 781</b>
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>					
Займы и кредиты	510	-	1 003 945	1 003 616	1 033 863
Отложенные налоговые обязательства	515	-	-	3 910	6 160
<b>Итого по разделу IV.</b>	<b>590</b>	<b>-</b>	<b>1 003 945</b>	<b>1 007 526</b>	<b>1 040 023</b>
<b>V. Краткосрочные обязательства</b>					
Займы и кредиты	610	8 989	60 216	59 476	676 463
Кредиторская задолженность, в том числе	620	12 446	11 415	7 673	10 707
поставщики и подрядчики	621	11 696	11 396	7 644	10 689
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	623	156	-	11	-
задолженность по налогам и сборам	624	593	20	18	18
<b>Итого по разделу V.</b>	<b>690</b>	<b>21 435</b>	<b>71 631</b>	<b>67 149</b>	<b>687 170</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)</b>	<b>700</b>	<b>770 300</b>	<b>1 830 811</b>	<b>1 831 674</b>	<b>2 484 975</b>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 5

Отчетность по РСБУ за 2004 – 9 мес. 2006 г. ООО «Группа НИТОЛ», тыс. руб.

Отчет о прибылях и убытках

Наименование показателя	Код стр.	2004	2005	6 мес.2006	9 мес.2006
<b>Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>					
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	4 714	5 077	83	143
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	-	-	-	-
Валовая прибыль	029	4 714	5 077	83	143
Коммерческие расходы	030	-3 031	-2 251	-	-
Управленческие расходы	040	-	-22 079	-16 409	-25 064
Прибыль (убыток) от продаж	050	1 683	-19 253	-16 326	-24 921
<b>Прочие доходы и расходы</b>					
Проценты к получению	060	2 049	2 022	29 757	37 741
Проценты к уплате	070	-10 495	-3 951	-59 522	-96 203
Доходы от участия в других организациях	080	-	21 791	43 444	68 444
Прочие операционные доходы	090	758 474	-	-	13 405
Прочие операционные расходы	100	758 485	-	-	-
Внереализационные доходы	120	327	1 124	296 473	296 476
Внереализационные расходы	130	-12 164	-1 462	-293 015	-294 752
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>140</b>	<b>-18 611</b>	<b>274</b>	<b>811</b>	<b>190</b>
Отложенные налоговые активы	141	4 467	939	4 610	8 265
Отложенные налоговые обязательства	142	-	-	-3 910	-6 160
Текущий налог на прибыль	150	-	-	-	-
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>190</b>	<b>-14 144</b>	<b>1 213</b>	<b>1 511</b>	<b>2 295</b>
СПРАВОЧНО					
Постоянные налоговые обязательства (активы)	200	-	4 225	-895	-2 151

## ПРИЛОЖЕНИЕ 6

Отчетность по РСБУ за 2004 – 9 мес. 2006 г. ООО «Усольехимпром», тыс. руб.

Бухгалтерский баланс

	Код стр.	На 01.01.2005	На 01.01.2006	На 01.06.2006	На 01.10.2006
<b>I. Внеоборотные активы</b>					
Нематериальные активы	110	-	-	-	-
Основные средства	120	683 594	669 714	700 623	722 023
Незавершенное строительство	130	55 921	97 482	144 397	214 921
Долгосрочные финансовые вложения	140	10	30 015	4 410	4 410
Отложенные налоговые активы	145	-	-	109	122
<b>Итого по разделу I.</b>	<b>190</b>	<b>739 525</b>	<b>797 235</b>	<b>849 539</b>	<b>941 476</b>
<b>II. Оборотные активы</b>					
Запасы, в том числе:	210	314 051	514 529	394 800	401 340
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	211	127 306	165 746	210 256	196 412
затраты в незавершенном производстве	213	101 542	63 688	52 446	37 069
готовая продукция и товары для перепродажи	214	21 003	195 150	76 553	84 715
товары отгруженные	215	62 122	84 932	48 296	76 136
расходы будущих периодов	216	2 078	5 013	7 249	5 008
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	33 819	76 312	154 103	137 836
Дебиторская задолж-ть (краткосрочная), в том числе:	240	194 426	299 616	255 016	253 049
покупатели и заказчики	241	34 659	73 883	43 571	63 770
Краткосрочные финансовые вложения	250	19 316	93 903	94 148	91 694
Денежные средства	260	8 231	27 298	45 241	41 340
<b>Итого по разделу II.</b>	<b>290</b>	<b>569 843</b>	<b>1 012 054</b>	<b>943 554</b>	<b>925 416</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 190+290)</b>	<b>300</b>	<b>1 309 368</b>	<b>1 809 289</b>	<b>1 793 093</b>	<b>1 866 892</b>
<b>III. Капитал и резервы</b>					
Уставный капитал	410	763 000	763 000	763 000	763 000
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	22 509	67 309	96 840	87 489
<b>Итого по разделу III.</b>	<b>490</b>	<b>785 509</b>	<b>830 309</b>	<b>859 840</b>	<b>850 489</b>
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>					
Займы и кредиты	510	45 825	127 918	150 071	148 835
Отложенные налоговые обязательства	515	25 169	27 798	19 231	23 346
<b>Итого по разделу IV.</b>	<b>590</b>	<b>70 994</b>	<b>155 716</b>	<b>169 302</b>	<b>172 181</b>
<b>V. Краткосрочные обязательства</b>					
Займы и кредиты	610	203 476	566 439	431 394	489 125
Кредиторская задолженность, в том числе:	620	249 389	232 862	265 150	262 660
поставщики и подрядчики	621	87 826	72 296	78 097	109 913
задолженность перед персоналом организации	622	25 323	25 072	31 152	31 396
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	623	14 204	8 863	8 035	7 015
задолженность по налогам и сборам	624	13 572	28 950	46 865	2 891
прочие кредиторы	625	108 464	97 681	101 001	111 445
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	630	-	23 950	67 395	92 395
<b>Итого по разделу V.</b>	<b>690</b>	<b>452 865</b>	<b>823 264</b>	<b>763 951</b>	<b>844 222</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)</b>	<b>700</b>	<b>1 309 368</b>	<b>1 809 289</b>	<b>1 793 093</b>	<b>1 866 892</b>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 7

## Отчетность по РСБУ за 2004 – 9 мес. 2006 г. ООО «Усольехимпром», тыс. руб.

## Отчет о прибылях и убытках

Наименование показателя	Код стр.	2004	2005	6 мес.2006	9 мес.2006
<b>Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>					
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	1 884 647	2 895 782	1 729 935	2 504 102
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	-1 577 202	-2 311 851	-1 360 257	-1 958 856
Валовая прибыль	029	307 445	583 931	369 678	545 246
Коммерческие расходы	030	-96 094	-139 031	-95 593	-132 026
Управленческие расходы	040	-126 315	-244 603	-130 206	-206 890
Прибыль (убыток) от продаж	050	85 036	200 297	143 879	206 330
<b>Прочие доходы и расходы</b>					
Проценты к получению	060	34	235	3 919	5 134
Проценты к уплате	070	-15 806	-30 625	-28 294	-37 715
Доходы от участия в других организациях	080	-	-	-	-
Прочие операционные доходы	090	70 221	507 491	232 435	240 306
Прочие операционные расходы	100	-78 951	-529 859	-241 012	-257 265
Внереализационные доходы	120	768 801	1 757 303	1 240 154	1 661 975
Внереализационные расходы	130	-772 215	-1 791 652	-1 248 604	-1 686 120
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>140</b>	<b>57 099</b>	<b>113 190</b>	<b>102 477</b>	<b>132 645</b>
Отложенные налоговые активы	141	-	-12 079	84	98
Отложенные налоговые обязательства	142	-25 169	2 461	8 568	4 452
Текущий налог на прибыль	150	-	-31 642	-37 712	-46 622
Иные обязательные платежи	151	-9 724	-12 803	-2 876	-1 300
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>190</b>	<b>22 206</b>	<b>59 127</b>	<b>70 541</b>	<b>89 273</b>
СПРАВОЧНО					
Постоянные налоговые обязательства (активы)	200	4 356	14 094	4 466	10 237

## ПРИЛОЖЕНИЕ 8

Отчетность по РСБУ за 2004 – 9 мес. 2006 г. ООО «Химическая Группа НИТОЛ», тыс. руб.

Бухгалтерский баланс

	Код стр.	На 01.01.2005	На 01.01.2006	На 01.07.2006	На 01.10.2006
<b>I. Внеоборотные активы</b>					
Нематериальные активы	110	-	-	-	-
Основные средства	120	1 533	157	125	130
Незавершенное строительство	130	-	-	-	-
<b>Итого по разделу I.</b>	<b>190</b>	<b>1 533</b>	<b>157</b>	<b>125</b>	<b>130</b>
<b>II. Оборотные активы</b>					
Запасы, в том числе:	210	61 341	3 176	4 848	5 868
сырье материалы и другие аналогичные ценности	211	52 838	52	42	47
готовая продукция и товары для перепродажи	214	8 497	2 983	4 762	4 354
товары отгруженные					
расходы будущих периодов	216	6	141	44	36
прочие запасы и затраты	217	-	-	-	-
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	6 610	954	2 783	3 720
Дебиторская задолж-ть (краткосрочная)	240	102 635	40 610	53 103	78 585
покупатели и заказчики	241	31 934	24 878	39 923	55 201
Краткосрочные финансовые вложения	250	166 719	75 809	44 995	29 995
Денежные средства	260	193	8 928	8 146	762
<b>Итого по разделу II.</b>	<b>290</b>	<b>337 498</b>	<b>129 477</b>	<b>113 875</b>	<b>118 930</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 190+290)</b>	<b>300</b>	<b>339 031</b>	<b>129 634</b>	<b>114 000</b>	<b>119 060</b>
<b>III. Капитал и резервы</b>					
Уставный капитал	410	10	10	10	10
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	19 570	22 636	24 827	23 615
<b>Итого по разделу III.</b>	<b>490</b>	<b>19 580</b>	<b>22 646</b>	<b>24 837</b>	<b>23 625</b>
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>					
Займы и кредиты	510	-	-	-	-
Отложенные налоговые обязательства	515	1 919	318	318	318
Прочие долгосрочные обязательства	520	-	-	-	-
<b>Итого по разделу IV.</b>	<b>590</b>	<b>1 919</b>	<b>318</b>	<b>318</b>	<b>318</b>
<b>V. Краткосрочные обязательства</b>					
Займы и кредиты	610	223 465	59 538	44 955	29 649
Кредиторская задолженность, в том числе:	620	94 067	47 132	43 890	65 468
поставщики и подрядчики	621	40 944	5 725	21 651	36 763
задолженность перед персоналом организации	622	-	1	270	280
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	623	-	88	101	80
задолженность по налогам и сборам	624	3 619	4 732	66	58
прочие кредиторы	625	49 504	36 586	21 802	28 287
<b>Итого по разделу V.</b>	<b>690</b>	<b>317 532</b>	<b>106 670</b>	<b>88 845</b>	<b>95 117</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)</b>	<b>700</b>	<b>339 031</b>	<b>129 634</b>	<b>114 000</b>	<b>119 060</b>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 9

Отчетность по РСБУ за 2004 – 9 мес. 2006 г. ООО «Химическая Группа НИТОЛ», тыс. руб.

Отчет о прибылях и убытках

Наименование показателя	Код стр.	2004	2005	6 мес.2006	9 мес.2006
<b>Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>					
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	1 592 495	699 662	250 260	457 745
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	-1 493 244	-649 823	-234 316	-434 450
Валовая прибыль	029	99 251	49 839	15 944	23 295
Коммерческие расходы	030	-3 234	-8 559	-4 207	-9 401
Управленческие расходы	040	-38 869	-12 352	4 081	-6 449
Прибыль (убыток) от продаж	050	57 148	28 928	7 656	7 445
<b>Прочие доходы и расходы</b>					
Проценты к получению	060	110	33	3	4
Проценты к уплате	070	-46 205	-17 566	-3 889	-5 100
Доходы от участия в других организациях	080	-	-	-	-
Прочие операционные доходы	090	372 126	69 938	71	71
Прочие операционные расходы	100	-367 263	-64 331	-246	-364
Внереализационные доходы	120	7 668	668	122	167
Внереализационные расходы	130	-14 819	-6 899	-540	-602
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>140</b>	<b>8 765</b>	<b>10 771</b>	<b>3 177</b>	<b>1 621</b>
Отложенные налоговые активы	141	-	-	-	-
Отложенные налоговые обязательства	142	1 025	1 601	-	-
Текущий налог на прибыль	150	-4 694	-5 393	-836	-479
Санкции, пени	151	-5 208	-3 913	-150	-163
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>190</b>	<b>-112</b>	<b>3 066</b>	<b>2 191</b>	<b>979</b>
<b>СПРАВОЧНО</b>					
Постоянные налоговые обязательства (активы)	200	4 039	1 207	73	90

## ПРИЛОЖЕНИЕ 11

Отчетность по РСБУ за 2005 – 9 мес. 2006 г. ООО «Усолье-Сибирский Силикон», тыс. руб.

Бухгалтерский баланс

	Код стр.	На		
		01.01.2006	На 01.07.2006	На 01.10.2006
<b>I. Внеоборотные активы</b>				
Нематериальные активы	110	-	-	-
Основные средства	120	360	1 553	2 523
Незавершенное строительство	130	62 286	235 786	295 991
Долгосрочные финансовые вложения	140	-	-	-
Отложенные налоговые активы	145	-	803	1 435
Прочие внеоборотные активы	150	-	1 895	13 789
<b>Итого по разделу I.</b>	<b>190</b>	<b>62 646</b>	<b>240 037</b>	<b>313 738</b>
<b>II. Оборотные активы</b>				
Запасы, в том числе:	210	2 566	21 148	43 736
сырье, материалы и другие аналогичные ценности	211	1 095	10 636	26 701
готовая продукция и товары для перепродажи	214	1 447	1 447	1 447
расходы будущих периодов	216	24	9 065	15 588
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	11 185	36 097	45 875
Дебиторская задолж-ть (краткосрочная)	240	554	34 814	78 183
покупатели и заказчики	241	88	61	91
Краткосрочные финансовые вложения	250	-	-	-
Денежные средства	260	135	2 034	3 201
<b>Итого по разделу II.</b>	<b>290</b>	<b>14 440</b>	<b>94 093</b>	<b>170 995</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 190+290)</b>	<b>300</b>	<b>77 086</b>	<b>334 130</b>	<b>484 733</b>
<b>III. Капитал и резервы</b>				
Уставный капитал	410	30 010	213 155	213 155
Добавочный капитал	420	-	-	-
Нераспределенная прибыль (непокрытый убыток)	470	13	-2 369	-1 417
<b>Итого по разделу III.</b>	<b>490</b>	<b>30 023</b>	<b>210 786</b>	<b>211 738</b>
<b>IV. Долгосрочные обязательства</b>				
Займы и кредиты	510	-	95 442	167 345
Отложенные налоговые обязательства	515	-	5	7
<b>Итого по разделу IV.</b>	<b>590</b>	<b>-</b>	<b>95 447</b>	<b>167 352</b>
<b>V. Краткосрочные обязательства</b>				
Займы и кредиты	610	860	21 466	83 983
Кредиторская задолженность, в том числе	620	46 203	6 431	21 660
поставщики и подрядчики	621	45 720	3 797	17 842
задолженность перед персоналом организации	622	302	1 849	1 958
задолженность перед государственными внебюджетными фондами	623	119	485	554
задолженность по налогам и сборам	624	62	269	1 284
прочие кредиторы	625	-	31	22
<b>Итого по разделу V.</b>	<b>690</b>	<b>47 063</b>	<b>27 897</b>	<b>105 643</b>
<b>БАЛАНС (сумма строк 490+590+690)</b>	<b>700</b>	<b>77 086</b>	<b>334 130</b>	<b>484 733</b>

## ПРИЛОЖЕНИЕ 12

Отчетность по РСБУ за 2005 – 9 мес. 2006 г. ООО «Усолье-Сибирский Силикон», тыс. руб.

Отчет о прибылях и убытках

Наименование показателя	Код стр.	2005	6 мес.2006	9 мес.2006
<b>Доходы и расходы по обычным видам деятельности</b>				
Выручка (нетто) от продажи товаров, продукции, работ, услуг (за минусом налога на добавленную стоимость, акцизов и аналогичных обязательных платежей)	010	75	253	338
Себестоимость проданных товаров, продукции, работ, услуг	020	- 54	-222	-312
Валовая прибыль	029	21	31	26
Коммерческие расходы	030	-	-	-5
Управленческие расходы	040	-	-	-
Прибыль (убыток) от продаж	050	21	31	21
<b>Прочие доходы и расходы</b>				
Проценты к получению	060	-	-	-
Проценты к уплате	070	-	-3 236	-2 227
Доходы от участия в других организациях	080	-	-	-
Прочие операционные доходы	090	-	30 290	33 060
Прочие операционные расходы	100	-4	-30 261	-32 729
Внереализационные доходы	120	1 159	14	33
Внереализационные расходы	130	- 1 159	-18	-102
<b>Прибыль (убыток) до налогообложения</b>	<b>140</b>	<b>17</b>	<b>-3 180</b>	<b>-1 944</b>
Отложенные налоговые активы	141	-	803	1 435
Отложенные налоговые обязательства	142	-	-5	-7
Текущий налог на прибыль	150	-4	-	-914
<b>Чистая прибыль (убыток) отчетного периода</b>	<b>190</b>	<b>13</b>	<b>-2 382</b>	<b>-1 430</b>
СПРАВОЧНО				
Постоянные налоговые обязательства (активы)	200	-	-	-25

**Инвестиционный Департамент**

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	<a href="mailto:roman.pivkov@zenit.ru">roman.pivkov@zenit.ru</a>
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	<a href="mailto:kopelovich@zenit.ru">kopelovich@zenit.ru</a>
<b>Управление продаж</b>		<a href="mailto:sales@zenit.ru">sales@zenit.ru</a>
Начальник управления	Константин Поспелов	<a href="mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru">konstantin.pospelov@zenit.ru</a>
Зам. начальника	Алексей Третьяков	<a href="mailto:a.tretyakov@zenit.ru">a.tretyakov@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Роман Попов	<a href="mailto:r.popov@zenit.ru">r.popov@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	<a href="mailto:d.eliseev@zenit.ru">d.eliseev@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	<a href="mailto:a.baranchikov@zenit.ru">a.baranchikov@zenit.ru</a>
<b>Аналитическое управление</b>	Акции	<a href="mailto:research@zenit.ru">research@zenit.ru</a>
	Облигации	<a href="mailto:firesearch@zenit.ru">firesearch@zenit.ru</a>
Рублевые облигации	Яков Яковлев	<a href="mailto:y.yakovlev@zenit.ru">y.yakovlev@zenit.ru</a>
Еврооблигации	Александр Доткин	<a href="mailto:a.dotkin@zenit.ru">a.dotkin@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	<a href="mailto:o.efremova@zenit.ru">o.efremova@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Наталья Толстошеина	<a href="mailto:n.tolstosheina@zenit.ru">n.tolstosheina@zenit.ru</a>
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	<a href="mailto:m.sulima@zenit.ru">m.sulima@zenit.ru</a>
Акции	Дмитрий Лукашов	<a href="mailto:d.lukashov@zenit.ru">d.lukashov@zenit.ru</a>
<b>Управление доверительного управления активами</b>		
Начальник управления	Сергей Матюшин	<a href="mailto:s.matyushin@zenit.ru">s.matyushin@zenit.ru</a>
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	<a href="mailto:i.kireeva@zenit.ru">i.kireeva@zenit.ru</a>
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	<a href="mailto:t.mukhametshin@zenit.ru">t.mukhametshin@zenit.ru</a>
<b>Управление организации долгового финансирования</b>		<a href="mailto:ibcm@zenit.ru">ibcm@zenit.ru</a>
Начальник управления	Валерий Голованов	<a href="mailto:v.golovanov@zenit.ru">v.golovanov@zenit.ru</a>

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.