



## ДОЛГОВОЙ РЫНОК

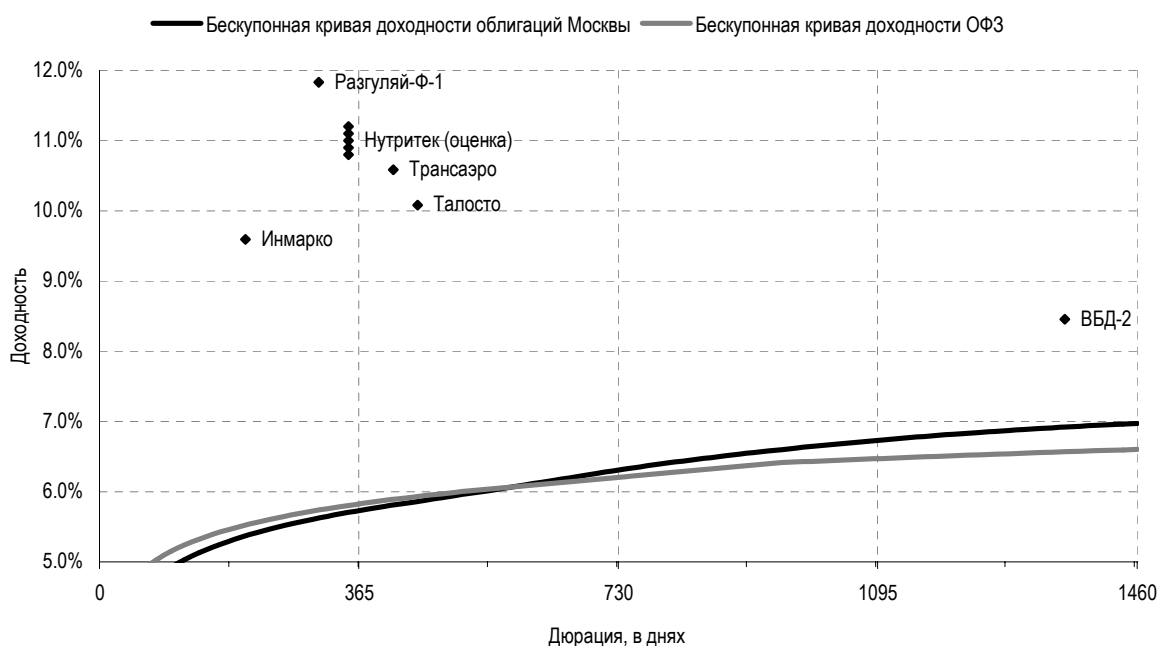
### Нутритек: обновленная компания, новый купон

Дата публикации 25 мая 2006 г.

Петр Гришин 258 7789  
pgrishin@rencap.com  
Валентина Крылова

- В настоящем отчете мы проводим анализ положения Нутритека и оцениваем справедливый уровень новой купонной ставки накануне исполнения оферты по рублевым облигациям.
- Как ориентиры для долга компании мы использовали облигации ВБД, Талосто и Инмарко, а также Разгуляя и Трансаэро. Нашу оценку мы проверили через котировки CLN Нутритека, переводя валютную доходность в рублевую через беспоставочные форварды.
- В результате мы полагаем, что справедливый спрэд облигаций компании к ключевой кривой доходности составляет порядка 600 б. п., это соответствует купону в диапазоне 10.50-10.75% годовых. Эмитент установил ставку в размере 11% годовых, что выше нашего справедливого уровня.
- В настоящий момент Нутритек находится в процессе активной интеграции активов, вошедших в его состав сравнительно недавно. По итогам 2006 г. компания заметно вырастет, что уже видно в *pro-forma* результатах 2005 г.
- Ключевые факторы, которые будут определять кредитоспособность Нутритека в будущем, включают запуск новых брендов, расширение географии продаж, укрепление вертикальной интеграции и диверсификацию источников финансирования.
- В целом мы оптимистично оцениваем перспективы Нутритека и рассчитываем на значительный эффект синергии от последних приобретений. Тем не менее, наша оценка справедливого купона предполагает более медленный рост выручки по сравнению с агрессивным прогнозом менеджмента.
- На наш взгляд, содержащиеся в кредитных нотах ковенанты компании в ближайшее время не будут нарушены. Новая ставка объявлена эмитентом только на ближайший год, и рублевые облигации по-прежнему остаются в сфере действия условия о кросс-дефолте в выпуске CLN.
- С кредитной точки зрения мы не видим причин предъявлять рублевые облигации Нутритека к досрочному выкупу по оферте.

Рисунок 1. Оценка справедливой доходности рублевых облигаций Нутритека



Источники: ММББ, оценка Ренессанс Капитала

## Нутритек: новый купон выше справедливого

В июне Нутритек должен будет исполнить оферту на досрочный выкуп рублевых облигаций первого выпуска. Компания объявила, что купонная ставка по этому выпуску на ближайший год составит 11% годовых. В настоящем отчете мы оцениваем, насколько обоснованным является такой уровень, используя три подхода к определению справедливого кредитного спреда:

1. Сопоставляя Нутритек с его отраслевыми аналогами, мы рассматриваем долг компании на основе относительной стоимости облигаций нескольких эмитентов из потребительского сектора.
2. Базируясь на данных о производственных активах, которые были приобретены Нутритексом в 2004-2006 гг. и консолидированы в течение 2005 финансового года, мы анализируем теоретические (*pro forma*) результаты 2005 г. и показатели кредитоспособности компании.
3. В качестве дополнительного теста мы рассчитываем безарбитражную доходность рублевых облигаций Нутритека на основе текущих котировок CLN компании и беспоставочных форвардов рубль/доллар.

В результате мы приходим к выводу о том, что объявленная эмитентом купонная ставка несколько превышает нашу оценку справедливого уровня, и с кредитной точки зрения мы не видим причин предъявлять облигации к досрочному выкупу.

### Относительная стоимость

Кроме Вимм-Билль-Данна, на рынке почти нет эмитентов, которые могли бы служить прямыми аналогами для Нутритека. Вторая крупнейшая компания в отрасли – Юнимилк – пока только готовится к выходу на рынок, а облигации небольшого молочного комбината ВКМ торгуются только на СПВБ и отличаются низкой ликвидностью. Поэтому мы сопоставляем Нутритек с такими эмитентами, как Талосто и Инмарко (для этих компаний сходны основные риски: рост цен на молоко, усиление конкуренции и необходимость финансировать вероятные покупки производственных активов в регионах). Мы также сравниваем Нутритек с Разгуляем, поскольку обе компании активно вовлечены в сельскохозяйственное производство. По потенциалу роста потребительского спроса, степени конкуренции в секторе и общему уровню операционных и финансовых рисков нам кажется обоснованным сопоставление Нутритека с Трансаэро.

Таблица 1. Основные финансовые показатели сопоставимых эмитентов, USD млн

| Отчетность      | Нутритек                                  | ВБД       | Талосто                 | Инмарко          | Разгуляй              | Трансаэро        |
|-----------------|---|-----------|-------------------------|------------------|-----------------------|------------------|
|                 | Pro-forma на осн. управл. отчетности 2005 | GAAP 2005 | Управл. отчетность 2005 | GAAP 9 мес. 2005 | МСФО 1 полугодие 2005 | РСБУ 9 мес. 2005 |
| Выручка         | 272                                       | 1 399     | 96                      | 81               | 249                   | 245              |
| Темпы роста     | 59%                                       | 18%       | 19%                     | 70%              | -15%                  | 34%              |
| EBITDA          | 43  | 141       | 26                      | 16               | 25                    | 12               |
| Маржа EBITDA    | 15.7%                                     | 10.1%     | 27.1%                   | 19.6%            | 10%                   | 4.9%             |
| Совокупный долг | 164                                       | 329       | 51                      | 52               | 146                   | 87               |
| Долг / EBITDA   | 3.8                                       | 2.3       | 2.0                     | 2.5              | 2.9                   | 5.5              |

Для Талосто вместо EBITDA используется показатель прибыли от продаж. Совокупный долг – консервативная оценка с учетом выпуска облигаций после отчетной даты. Показатели выручки и EBITDA не аннуализированы.

Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Мы оцениваем относительную кредитоспособность указанных эмитентов следующим образом:

- Нутритек значительно уступает отраслевому лидеру ВБД как по объему продаж (более чем в пять раз), так и по долговой нагрузке и информационной прозрачности. Для Нутритека рентабельность и темпы роста остаются более высокими, однако интеграция новых активов и экспансия в другие регионы потребуют дополнительных расходов. Валовая рентабельность Нутритека будет расти по мере повышения доли детского питания, а также за счет производства новой линейки молочной продукции с более высокой добавленной стоимостью. Однако более высокие расходы на дистрибуцию будут оказывать обратное влияние на маржу EBITDA. Рентабельность ВБД после смены менеджмента улучшится, а риски рефинансирования для ВБД

существенно ниже. В целом мы полагаем, что спрэд Нутритека по отношению к ВБД должен составлять порядка 400 б. п.

- Нутритек – более крупная компания по сравнению с Талосто и Инмарко, однако ее относительная задолженность также существенно выше, в том числе из-за более низкой рентабельности. Покрытие процентных платежей у Нутритека меньше, что ограничивает его возможности по самостоятельному финансированию капитальных вложений. С другой стороны, уровень долга Талосто и Инмарко с большой вероятностью будет расти из-за необходимости финансировать новые приобретения активов. По нашей оценке, Нутритек должен торговаться со спрэдом к Талосто и Инмарко на уровне 150 б. п.
- Нутритек, как и Разгуляй, подвержен рискам, типичным для всех сельскохозяйственных производителей. Однако для Нутритека сельское хозяйство – не самостоятельный сегмент бизнеса, а способ укрепления вертикальной интеграции в условиях снижения поголовья коров в России и стабильно растущей цены сырого молока. Нутритек в гораздо меньшей степени зависит от колебаний цен на аграрную продукцию. Кроме того, в отличие от Разгуляя, у Нутритека меньше рисков, связанных с неконсолидированным бизнесом аффилированных лиц. Несмотря на несколько более высокую долговую нагрузку, мы считаем, что кредитные риски Нутритека ниже, чем у Разгуляя. С этой точки зрения Нутритек должен торговаться по доходности ниже Разгуляя.
- Сравнение Нутритека с Трансаэро, на наш взгляд, вполне оправданно. Эти эмитенты примерно сопоставимы по объему выручки. Обе компании работают в растущих сегментах рынка, где рост реальных доходов населения и эволюция потребительских предпочтений определяют динамику спроса. Оба эмитента сталкиваются с жесткой конкуренцией на новых географических рынках, однако обладают сильными позициями в уже завоеванных сегментах. Менеджмент обеих компаний настроен на весьма агрессивный дальнейший рост. Обе компании финансируются преимущественно за счет долга и имеют высокие риски рефинансирования, хотя уже объявили о намерениях провести IPO. Контроль над издержками очень важен для рентабельности обеих компаний. Трансаэро характеризуется более низкой рентабельностью, однако существенная часть ее долга остается за балансом – капитальные расходы фактически финансируются через лизинговые схемы и снижают операционную рентабельность. По нашей оценке, облигации Нутритека должны торговаться со спрэдом, не превышающим спрэда Трансаэро. Небольшая премия может быть оправдана из-за более высокой ликвидности облигаций авиакомпании.

В целом, с учетом текущего состояния вторичного рынка мы оцениваем справедливый спрэд для облигаций компании к ключевой кривой доходности Москвы на уровне 600 б. п., что соответствует доходности 10.9-11.2% годовых и купонной ставке в диапазоне 10.50-10.75% годовых.

## Новые приобретения – новые результаты

В настоящее время Нутритек находится в процессе активной интеграции активов, вошедших в состав группы сравнительно недавно. Часть производственных активов была передана Нутритеку акционерами в качестве оплаты дополнительной эмиссии акций в середине 2005 г. Некоторые активы были приобретены в начале 2006 г. Краткое описание таких активов содержится в *Приложении*.

В отчетности за 2004 финансовый год ни одна из этих компаний не консолидирована. В отчетности за 2005 финансовый год (который начался первого апреля 2005 г.) все указанные компании консолидированы, однако не полностью, а только за часть периода. В результате долг, которым финансировались данные приобретения, отражен в отчетности полностью, в то время как результаты приобретенных предприятий – только отчасти. В *табл. 2* мы приводим наши оценки фактических результатов компании, а также *pro forma* результаты 2005 г. так, как если бы новые активы были консолидированы на протяжении всего 2005 финансового года.

Таблица 2. Оценка эффекта консолидации новых активов на отчетность Нутритека

| Компания       | Оценка за 2005 финансовый год |        | Фактическая консолидация в отчетности |                     | Оценка фактического влияния на отчетность компании за 2005 финансовый год |        |
|----------------|-------------------------------|--------|---------------------------------------|---------------------|---|--------|
|                | Выручка                       | ЕБИТДА | Месяц                                 | Доля 2005 фин. года | Выручка   | ЕБИТДА |
| Заря           | н/д                           | н/д    | июнь 2005 г.                          | 83%                 | н/д   | н/д    |
| Estmilk        | 24.0                          | 4.0    | июль 2005 г.                          | 75%                 | 18.0  | 3.0    |
| Хорольский МКК | 20.4                          | 3.2    | февраль 2006 г.                       | 17%                 | 3.5   | 0.5    |
| Славекс        | 24.4                          | 7.2    | март 2006 г.                          | 8%                  | 2.0   | 0.6    |
| Итого          | 68.8                          | 14.4   |                                       |                     | 23.4  | 4.1    |

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Мы делаем упрощающее предположение, что выручка и финансовые результаты существующих сегментов бизнеса при консолидации не изменятся. Значительных внутригрупповых оборотов между Нутритеком и Estmilk, Хорольским МКК и Славексом в 2005 г. не было, поскольку эти компании были практически полностью независимыми в операционном смысле. Часть оборота агрохолдинга Заря проходила внутри группы, часть была связана с внешними продажами.

Чтобы оценить *pro forma* результаты Нутритека за 2005 г., мы используем управленческую отчетность компании за полный 2005 финансовый год (т. е. по состоянию на 31 марта 2006 г.). Показатели *pro forma* в большей степени, чем фактическая отчетность, показывают способность Нутритека генерировать денежный поток и обслуживать долг. На их основе выручка компании за 2005 финансовый год достигла USD272 млн при показателе ЕБИТДА в размере USD43 млн, а соотношение Совокупный долг/ЕБИТДА составит примерно 3.8х (табл. 3).

Таблица 3. Сравнение ожидаемых результатов по фактической и *pro forma* отчетности, USD млн

|                        | 2004                | 2005              | 2005                                |
|------------------------|---------------------|-------------------|-------------------------------------|
|                        | (компилир. отчетн.) | (управл. отчетн.) | ( <i>pro forma</i> на осн. управл.) |
| Выручка                |                     | 171               | 227                                 |
| ЕБИТДА                 |                     | 25                | 32                                  |
| Маржа ЕБИТДА           |                     | 14.6%             | 14.3%                               |
| Совокупный долг/ЕБИТДА |                     | 2.1               | 5.1                                 |

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

## Долговая нагрузка

Данные о текущем кредитном портфеле Нутритека приведены в табл. 3. Совокупный финансовый долг компании по состоянию на 10 мая 2006 г. составлял USD166 млн. Относительно структуры долга после оферты мы отмечаем, что риск рефинансирования для Нутритека по-прежнему остается довольно значительным. Все существующие долговые обязательства должны быть погашены в течение полутора лет. Крупные кредиты не предполагают амортизации и должны погашаться единовременными платежами.

Таблица 4. Кредитный портфель Нутритека по состоянию на 10 мая 2006 г.

| Кредитор                            | Валюта | Остаток долга | Ставка | Погашение   |
|-------------------------------------|--------|---------------|--------|-------------|
| Росбанк                             | RUB    | 260 млн       | 11.00% | Август 2006 |
| Банк Сосьете Женераль Восток        | RUB    | 280 млн       | 10.25% | Январь 2007 |
| МДМ-банк                            | USD    | 2 млн         | 11.25% | Март 2007   |
| Рублевые облигации (годовая оферта) | RUB    | 1200 млн      | 12.00% | Июнь 2007   |
| CLN                                 | USD    | 100 млн       | 10.50% | Ноябрь 2007 |

Источник: данные компании

Дополнительные риски возникают из-за того, что в выпуске CLN Нутритека, размещенном в ноябре 2005 г., предусмотрены определенные ковенанты, ограничивающие долговую нагрузку компании и устанавливающие минимальный уровень покрытия процентных платежей. Однако мы отмечаем, что ограничения на объем долга, сформулированные в терминах чистой задолженности (за вычетом денежных средств и их эквивалентов), редко являются жесткими. Что касается процентных платежей, по нашим оценкам, требование двукратного

покрытия не было нарушено. Если EBITDA останется хотя бы на уровне *pro-forma* 2005 г., а долг не будет расти, то и в 2006 г. нарушения вряд ли возникнут.

В отношении управления долгом следует отметить, что поскольку эмитент принял решение установить купонную ставку только на один год, следующая оферта предстоит в июне 2007 г. Этот момент наступит раньше погашения выпуска CLN, поэтому рублевые облигации при оценке к оферте по-прежнему полностью останутся в сфере действия условия кросс-дефолта. Невыполнение требований по рублевым бумагам дало бы право требовать погашения держателям CLN задолго до конца срока обращения, что создало бы для эмитента очень значительные неудобства. Мы рассматриваем годовой срок новой оферты как оптимальный для инвесторов.

## Ключевые факторы будущей кредитоспособности

Мы выделяем следующие важнейшие факторы, которые определяют реальный эффект синергии от интеграции новых активов и, соответственно, будущую кредитоспособность Нутритека:

- **Рост продаж и продвижение новых брендов.** Рынок детского питания и цельномолочной продукции растет медленно (менее чем на 10% в год); действительно быстрые темпы роста могут быть обеспечены только за счет активной консолидации долей мелких региональных производителей. Руководство Нутритека намерено достичь этой цели путем расширения географии продаж, запуска новых продуктов и интеграции сети продаж с дистрибуцией Славекса. Его бывший генеральный директор Г. Вукович, обладающий большим опытом выстраивания отношений с ритейлерами, назначен первым вице-президентом Нутритека по продажам. Особая роль в новой маркетинговой программе отводится новым брэндам, которые должны быть выведены на рынок в ближайшее время. В сегменте молочной продукции компания планирует объединить под единым брэндом «Ферма №1» всю молочную продукцию, которая продается в регионах, а также запустить в продажу новую линейку продуктов с более высокой добавленной стоимостью, в том числе биопродуктов, питьевых йогуртов, фруктовых десертов. По детскому питанию компания является единственным российским производителем, присутствующим во всех сегментах этого рынка, и планирует упрочить позиции за счет вывода нового брэнда «Крошка», рассчитанного на самый быстрорастущий средний ценовой сегмент (в дополнение к «Нутрилаку» и «Винни»). В настоящий момент проходит сертификация продукции компании для того, чтобы начать экспортировать ее на новые зарубежные рынки.
- **Укрепление вертикальной интеграции.** Из-за постоянного сокращения поголовья коров цены на сырое молоко стабильно растут. В таких условиях высокий уровень вертикальной интеграции становится важным фактором контроля над себестоимостью и рентабельностью. Нутритек планирует повысить степень обеспеченности собственным сырым молоком более чем втрое, до 40%. Для этого планируется реализовать крупный проект по закупке молочного скота за рубежом. Кроме того, Нутритек продолжает финансировать своих поставщиков – сельскохозяйственных производителей. Такая форма сотрудничества повышает уверенность компании в бесперебойной поставке сырья на тот сезон, в течение которого действуют соответствующие договорные отношения.
- **Диверсификация источников финансирования.** Компания по-прежнему характеризуется высоким уровнем долга. На наш взгляд, все новые крупные приобретения Нутритек должен финансировать за счет привлечения нового акционерного капитала. У компании есть опыт частного размещения акций новой эмиссии. В настоящий момент 7% акций Нутритека являются казначейскими и могут быть проданы. Кроме того, компания по-прежнему намерена провести IPO. Ранее оно намечалось на 2007 г., однако теперь сроки могут быть сдвинуты на конец текущего года.

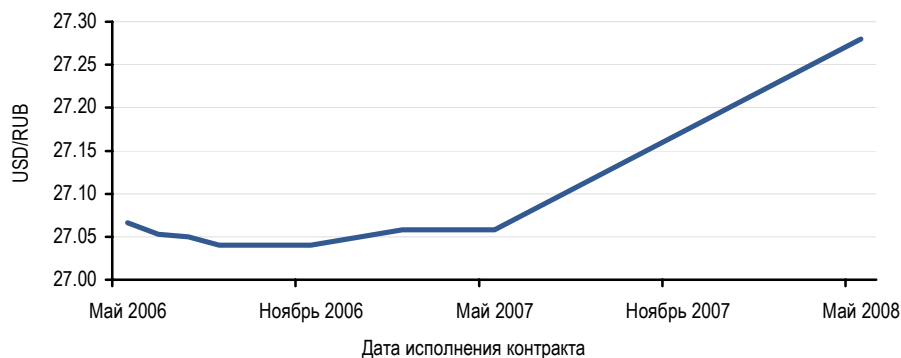
Нутритек планирует очень агрессивный рост продаж в 2006 г. – на 50%, а по показателю EBITDA – на 75% по сравнению с *pro forma* результатами 2005 г. На наш взгляд, агрессивный прогноз менеджмента может не реализоваться как в части выручки, так и рентабельности. Наша оценка справедливого купона базируется на более консервативном сценарии продаж и рентабельности.

Для нашего базового сценария мы вдвое сокращаем прогноз по росту продаж – до 25%. Хотя изменение структуры продаж в пользу гораздо более рентабельного детского питания положительно отразится на рентабельности компании, увеличение бюджета на маркетинг будет оказывать обратное влияние. Мы предполагаем, что в итоге рентабельность EBITDA по итогам 2006 г. увеличится не на 2.5%, как прогнозирует менеджмент, а всего на 1%. В результате EBITDA вырастет примерно на 35%. Такие темпы роста позволят профинансировать запланированные капиталовложения (USD36 млн в 2006 г. с учетом оборотного капитала) и произвести процентные платежи без заметного роста задолженности. В таком случае показатель Долг/EBITDA по итогам следующего года может составить около 3.2x. Более медленный рост с большой вероятностью вызовет необходимость сокращать программу инвестиций, что может ухудшить рыночные перспективы компании. Ускорение роста и более высокая рентабельность приведут к улучшению кредитоспособности.

## Сравнение с доходностью CLN компании

Для проверки нашей оценки справедливого купона рублевых облигаций мы используем данные о рыночных котировках CLN Нутритека. В настоящий момент CLN компании котируются по цене 99.5-100.75% от номинала, что соответствует доходности 9.95-10.86% годовых. Предположим, что каждый платеж по CLN мы хеджируем отдельным контрактом NDF на покупку рубля против доллара. Таким образом, деноминированный в долларах CLN мы трансформируем в рублевую облигацию и рассчитываем по ней доходность. Рублевая доходность такой синтетической облигации, полученной из CLN, по средней котировке составляет 10.7% при дюреции 1.4 года.

Рисунок 2. Котировки контрактов NDF на USD/RUB



Источник: оценка Ренессанс Капитала

На российском долговом рынке в настоящий момент сохраняется нормальная форма кривой доходности (т. е. рост доходности с увеличением дюреции). Принимая этот факт во внимание, справедливый уровень доходности рублевых облигаций Нутритека с чуть меньшей дюрецией составляет около 11.2% годовых. Этот уровень несколько выше нашей оценки, но он вполне совместим с той ставкой, которую объявил эмитент.

Таблица 5. Валютная и рублевая доходность CLN Нутритека

|                                  | Дата погашения | Дюреция, лет | Цена спроса | Доходность | Цена предложения | Доходность | Доходность по средней цене |
|----------------------------------|----------------|--------------|-------------|------------|------------------|------------|----------------------------|
| CLN                              | 30.11.2007     | 1.4          | 99.5        | 10.36%     | 100.75           | 9.95%      | 10.41%                     |
| Синтетическая рублевая облигация | 30.11.2007     | 1.4          | -           | 11.17%     | -                | 10.21%     | 10.69%                     |

Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

## Приложение. Приобретения Нутритека в 2004-2006 гг.

На протяжении последних двух лет Нутритек завершил целый ряд сделок по приобретению своих конкурентов и поставщиков сырья. Основными объектами приобретений стали следующие компании:

- **Агрохолдинг Заря** – крупное предприятие молочного животноводства (около 21 тыс. га земли и 14 тыс. коров), расположенное в Вологодской области и обеспечивающее сырьем завод Северное молоко, также принадлежащий Нутритеку. Значительную долю продаж Зари составляют поставки молочного сырья для относительно сложных продуктов, выпускаемых конкурентами. Планируется, что с 2006 г. Нутритек начнет самостоятельное производство таких продуктов и полностью прекратит поставки молока третьим сторонам.
- **Estmilk и Agro-Pim.** Estmilk является крупнейшим производителем молочной продукции в Эстонии, Agro-Pim – поставщик сырого молока для него. Исходно эти активы были оформлены в собственность родственников с Нутритеком структур, а непосредственно Нутритек получил контроль над ними в июле 2005 г. Наличие собственного производства на территории ЕС (Эстония входит в состав ЕС) улучшает имидж Нутритека в глазах западных потребителей, дает компании доступ к западным рынкам и финансовой помощи, которую ЕС выделяет для сельхозпроизводителей.
- **Хорольский молочно-консервный комбинат.** Хорольский МКК, расположенный в Полтавской области, является крупнейшим производителем детского питания на Украине с текущим объемом выпуска порядка 500 тонн в месяц; доля на украинском рынке составляет около 15%. В технологическом смысле Хорольский МКК – довольно качественный актив (построен в 1979 г., модернизирован в 1999 г.), не требующий значительных инвестиций. Его специализация – производство сухих молочных смесей для детей «Малютка», «Малютка-М» и «Малыш», а также для беременных и кормящих женщин «Фемилак-1» и «Фемилак-2». Компания также производит сухое цельное и обезжиренное молоко, масло и цельномолочные продукты. Продукция Хорольского МКК экспортируется в Россию, Молдавию, Казахстан, Азербайджан и Туркменистан.
- **Группа компаний Славекс.** Это приобретение, наиболее значительное для Нутритека, стало важным сразу по двум причинам:
  - **Производство.** Нутритек получил контроль над Московским заводом детского питания, который выпускает детские смеси (молочные, соевые и овощные), детскую питьевую воду и десерты под торговыми марками «Винни» и «Славекс». Кроме того, завод выпускает детское питание под торговой маркой «Агуша», принадлежащей Вимм-Билль-Данну.
  - **Дистрибуция.** Славекс имеет развитую систему дистрибуции, покрывающую все крупные регионы России, а также страны СНГ. Торговая сеть Славекса в Москве насчитывает более 300 торговых точек. Кроме собственного производства, Славекс является дистрибутором детского питания компаний Nestle, Nutricia, Heinz, Kolinska. Ожидается, что система дистрибуции будет полностью реформирована к концу 2006 г.

## Раскрытие информации

### Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

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

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

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

# Ренессанс Капитал

103009, Москва, Вознесенский переулок, 22

Тел.: 258 7777; факс: 258 7778

www.rencap.ru

## РЕНЕССАНС КАПИТАЛ УПРАВЛЕНИЕ ПО РАБОТЕ С ДОЛГОВЫМИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВАМИ

Заместитель председателя правления ИГ Ренессанс Капитал

Нил Харви

тел. 204 4483, nharvey@rencap.com

Руководитель управления по работе с долговыми обязательствами

Брайан Лазелл

204 4484

blazell@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

258 7946

amoisseev@rencap.com

### Аналитика

Алексей Моисеев

Павел Мамай

Владимир Пантюшин

Петр Гришин

Валентина Крылова

Наргиз Садыхова

Олеся Черданцева

amoisseev@rencap.com

pmamai@rencap.com

vpantuyushin@rencap.com

pgryshin@rencap.com

vkrylova@rencap.com

nsadykhova@rencap.com

ocherdantseva@rencap.com

258 7946

258 7708

258 7930

258 7789

258 7968

258 4356

783 5693

### Клиентские операции

Киран Доннелли

Александр Чекин

Михаил Зарецкий

Петр Кривдин

Денис Арцинович

Илья Ремизов

kdonnelly@rencap.com

atckekine@rencap.com

mzaretsky@rencap.com

pkrivdin@rencap.com

dartsinovich@rencap.com

iremizov@rencap.com

204 4457

204 4475

258 7943

258 7769

258 7985

258 4376

### Торговые операции

Антон Завьялов

Дмитрий Якушин

Сергей Петров

Александр Семенников

Дмитрий Кузнецов

azavialov@rencap.com

dyakushin@rencap.com

spetrov@rencap.com

asemennikov@rencap.com

dkuznetsov@rencap.com

258 7975

204 4466

258 7982

258 7765

783 5655

### Синдикация

Артур Плауде

aplaude@rencap.com

725 5218

### Структурные продукты

Алистер Куксон

Павел Васильев

Мажид Пайч

acookson@rencap.com

pvasilyev@rencap.com

mpajic@rencap.com

783 5658

258 7752

204 4455

### Редакционно-издательский отдел

Екатерина Малахова

Оксана Бутурлина

Мария Дунаева

Станислав Захаров

emalakhova@rencap.com

obuturlina@rencap.com

mdunaeva@rencap.com

szakharov@rencap.com

258 7764

725 5221

258 7762

258 7926

Котировки и результаты аналитических исследований компании Ренессанс Капитал можно найти на странице RENA в Bloomberg или получить, позвонив нам.

© 2006 Ренессанс Капитал. Все права защищены законодательством.

Данный отчет имеет только информационное значение и не является предложением проводить операции на рынке ценных бумаг. Этот материал не может рассматриваться как предложение о покупке или продаже ценных бумаг. Отчет основан на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в отчете, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в нем. Мы не берем на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в отчете или исправлять возможные неточности. Ренессанс Капитал и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них.

Этот материал выпущен группой компаний Ренессанс Капитал. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.