

ТМК — преимущество трубного лидера

Аналитики: Иван Манаенко,

Анна Соболева

Эл. почта: IManaenko@veles-capital.ru

Ключевые моменты

☑ **ТМК – мировой лидер по производству стальных труб для нефтегазового сектора:** компания занимает 13% мирового рынка OCTG, в России ее доля оценивается в 60%, в США – в 17%.

☑ **Ключевым преимуществом ТМК на мировом рынке являются низкие производственные расходы:** 1 пол. 2010 г. стоимость производства 1 т. стальной продукции на ТМК составила 993 долл., у мировых конкурентов же находилась в диапазоне 1274 долл. - 2003 долл. (данные компании).

☑ **Стабильность выручки ТМК обеспечивается постоянным спросом на трубы со стороны нефтегазового сектора.** По итогам 9 мес. 2010 г. компания реализовала 2860 тыс т. труб, что почти на 50% больше, чем за аналогичный период 2009 г.; доля же нефтегазового сектора в выручке составляет около 70%; с учетом прогнозов по росту объемов бурения в России в среднем на 5% в год, можно рассчитывать на сохранение роста объема реализации.

☑ **Долговая нагрузка ТМК находится на крайне высоком уровне, причиной чему стало, во-первых, значительное снижение рентабельности бизнеса в период кризиса:** начиная с 1 пол. 2009 г. совокупный долг ТМК практически не изменялся и составлял около 3,65 млрд долл., однако рентабельность по EBIT снизилась с 13% в 2008 г. до почти 0 в 2009 г. - в результате показатель Долг/EBITDA вырос с 3,2х в 2008 г. до 11,7х в 2009 г. (см. стр. 3-4).

По итогам 1 пол. 2010 г. рентабельность по EBIT составила 9,6%, Долг/EBITDA LTM – 6х. По итогам 2010 г. при сохранении текущих темпов роста продаж можно ожидать снижение показателя долговой нагрузки до 4-4,5х.

☑ **Кредиторы высоко оценивают ТМК, что позволяет компании успешно рефинансировать долг.** За полтора года ТМК рефинансирования большую часть краткосрочного долга. В результате его доля в кредитном портфеле снизилась с 78% по итогам 1 пол. 2008 г. до 23% по итогам 1 пол. 2010 г.

☑ **Уровень кредитного риска ТМК выше, чем у Мечела и Евраз, однако опережающий рост спроса на продукцию трубников позволит компании уже по итогам этого года заметно улучшить свою рентабельность и исправить ситуацию с долговой нагрузкой, тем самым нивелировав разницу в кредитных оценках со своими бенчмарками.**

☑ **Мы рекомендуем участвовать в размещении выпуска биржевых облигаций ТМК,** поскольку считаем предложенный диапазон доходности весьма привлекательным относительно остальных эмитентов металлургической отрасли; до конца года мы потенциал снижения доходности займа, на наш взгляд, составляет как минимум на 42 б.п.

Основные показатели

Финансовые результаты

МСФО, млн долл.	01.07.2008	Изм., %	01.07.2009	Изм., %	01.07.2010
Активы	7 823	82,69	6 469	99,43	6 432
Основные средства	3 702	86,89	3 217	102,10	3 284
Денежные средства	83	103,27	86	98,55	85
Собственный капитал	2 202	68,97	1 519	96,08	1 459
Финансовый долг	3 169	115,18	3 650	99,92	3 848
Выручка	4 517	106,27	4 800	94,76	4 549
EBITDA	836	84,55	707	85,58	605
Проценты уплаченные	-143	277,57	-398	98,26	-391
Чистая прибыль	375	-43,56	-164	32,18	-53
Рентабельность EBITDA	19%		15%		13%
Чистая рентабельность	8%		-3%		-1%
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	3,8		5,2		6,0
EBITDA/Проценты	5,8		1,8		1,5
Финансовый долг/собственные средства	-0,4		-0,5		0,1
Финансовый долг/активы	0,4		0,6		0,6
Доля краткосрочного долга	0,5		0,4		0,3

Источник: данные компании; Оценка: Велес Капитал

Сравнение с конкурентами

МСФО, 1 пол. 2010 г., млн долл.	ТМК	Мечел	Евраз	ЧТПЗ*
I Коэффициенты отношения притока ден. средств к задолженности:				
Отношение выручки к суммарной зад-ти (LTM)	0,93	0,80	0,89	0,61
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	1,25	1,14	1,45	0,83
Финансовый долг/EBITDA (LTM)	6,03	5,48	4,30	7,97
EBITDA/Проценты куплате	1,55	2,18	2,60	0,93
Отношение чистой прибыли к крат. зад-ти (LTM)	-0,06	0,38	-0,30	-0,09
II Коэффициенты рентабельности:				
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	-1%	5%	-2%	-5%
Рентабельность продаж	6%	11%	2%	11%
Рентабельность по чистой прибыли	-1%	9%	-5%	-8%
III Коэффициенты структуры капитала:				
Доля собственного капитала в балансе	0,23	0,29	0,44	0,02
Доля краткосрочно и задолженности в балансе	0,27	0,22	0,15	0,74
Обеспеченность оборотных средств СК	0,08	0,03	0,21	-0,79
Доля вне оборотных средств в структуре баланса	0,70	0,78	0,80	0,59
IV Коэффициенты ликвидности:				
Абсолютная ликвидность (срочности)	0,05	0,09	0,21	0,18
Текущая ликвидность	1,08	1,03	1,26	0,56
Коэффициент покрытия оуммарного долга	0,39	0,33	0,36	0,43
V Коэффициенты оборачиваемости (все группы):				
Оборачиваемость активов	0,71	0,55	0,49	0,60
Оборачиваемость оборотных средств	2,39	2,45	2,50	1,44
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ	3,54	3,03	3,14	4,21
Уровень кредитного риска	повышенный	средний	средний	повышенный

* - данные за 2009 г.

Параметры займа

Тип займа	Биржевые
Серия	БО-1
Сумма займа	5 000
Способ размещения	Букбилдинг
Время закрытия книги	15:00 22.10.10
Дата размещения	26.10.2010
Оферта	Не предусмотрена
Срок обращения	3 года
Купонный период	182 дня
Ставка купона	9,4%-9,8%
УТМ	9,62%-10,04%
Дюрация	2,56
Рейтинг	B (S&P) / B1 (Moody's)

Позиционирование займа

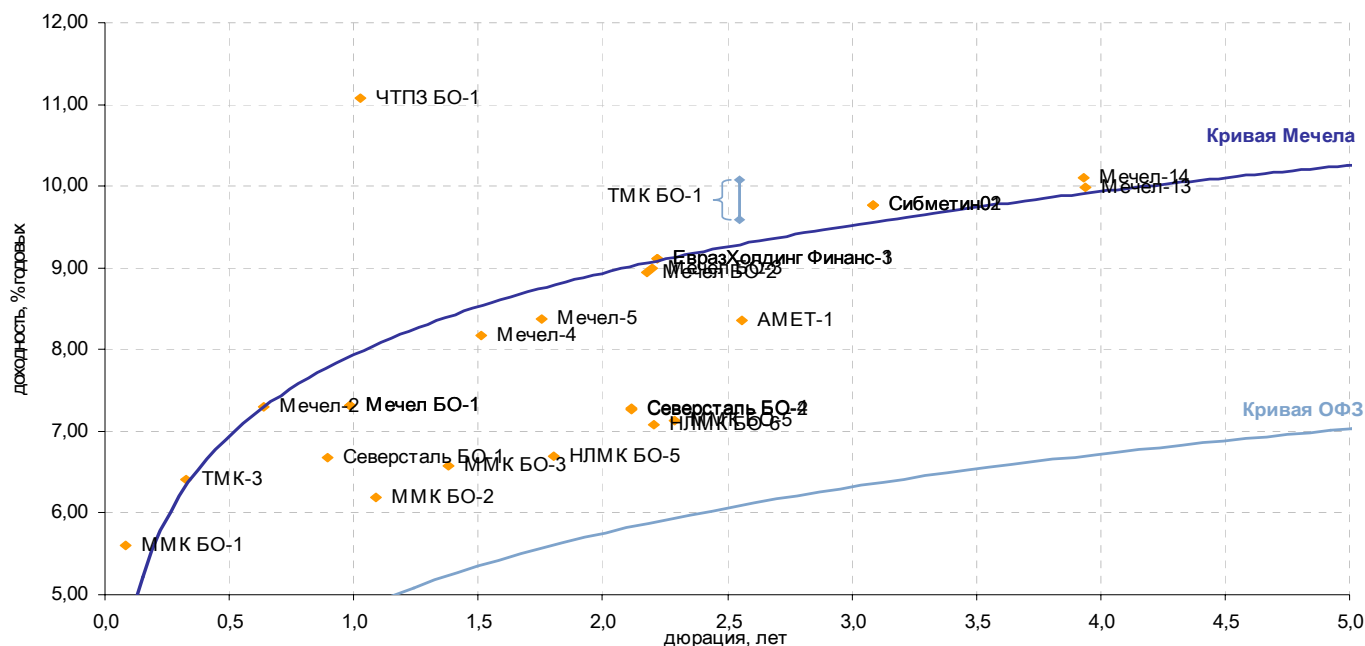
Параметры займа	
Тип займа	Биржевые
Серия	БО-1
Сумма займа	5 000
Способ размещения	Букбилдинг
Время закрытия книги	15:00 22.10.10
Дата размещения	26.10.2010
Оферта	Не предусмотрена
Срок обращения	3 года
Купонный период	182 дня
Ставка купона	9,4%-9,8%
УТМ	9,62%-10,04%
Дюрация	2,56
Рейтинг	B (S&P) / B1 (Moody's)

Дебютный выпуск биржевых облигаций Трубой металлургической компании станет вторым по счету обращающимся выпуском эмитента. По новому займу установлен ориентир купона в диапазоне 9,4-9,8% годовых, что соответствует эффективной доходности в 9,62%-6,8%. Дюрация составляет 2,56 года.

На облигационном рынке из трубников кроме ТМК представлен только ЧТПЗ. Однако отсутствие полугодовой финансовой отчетности по международным стандартам осложняет ее сравнение с ТМК. Поэтому для позиционирования займа мы выбрали Мечел и Евраз, как компании металлургической отрасли с аналогичным уровнем международного кредитного риска и сопоставимым уровнем доходности облигаций.

Согласно нашей сравнительной рейтинговой модели, итоговый уровень кредитного риска ТМК выше, чем у близких между собой Мечела и Евраз (стр. 5-6). На фоне бенчмарков проблемной областью ТМК является сильное падение рентабельности в кризис и как следствие - ощутимый рост долговой нагрузки по показателю Долг/ЕБИТДА. Однако на фоне опережающего роста спроса на продукцию трубников по итогам 2010 г. ТМК сможет заметно улучшить свою рентабельность. Тогда, по нашим оценкам, показатель Долг/ЕБИТДА по итогам года снизится до 4-4,5х, что нивелирует разницу в кредитных оценках с Евразом и Мечелом. К этому стоит добавить, что отличительной чертой ТМК является монополизирующее положение в трубной отрасли России, добиться которого тем же Евразу и Мечелу в их сегменте невозможно. В этой связи предложенная эмитентом премия в 42-85 б.п. к кривой доходности Мечела является весьма интересной.

Принимая во внимание высокий спрос к займам компаний металлургического сектора, скорое погашение ТМК-3, мы ожидаем, что организаторам удастся разместить заем по нижней границе установленного диапазона. Но даже в этом случае до конца года (а точнее до момента публикации годовых производственных результатов) потенциал снижения доходности займа ТМК БО-1 составляет порядка 40 б.п., что делает участие в первичном размещении интересным.



Источник: ММВБ; оценка: Велес Капитал

Финансовые результаты эмитента

МСФО, млн долл.	2П2007	1П2008	2П2008	1П2009	2П2009	1П2010
Внеоборотные активы	3 025	5 258	4 774	4 626	4 704	4 529
Основные средства	2 712	3 702	3 322	3 217	3 403	3 284
Прочие внеоборотные активы	180	894	874	849	746	693
Оборотные активы	1 651	2 565	2 294	1 843	1 977	1 903
Запасы	782	1 327	1 176	1 024	926	1 003
Дебиторская задолженность	541	823	758	533	580	656
Денежные средства	89	83	143	86	244	85
Итого активы	4 676	7 823	7 068	6 469	6 681	6 432
Акционерный капитал и резервы	2 107	2 312	1 910	1 597	1 519	1 530
Уставный капитал	305	305	305	305	305	305
Нераспределенная прибыль	1 240	1 353	1 343	1 142	1 019	1 088
	1 539	3 169	3 211	3 650	3 752	3 648
Долгосрочные обязательства	851	1 812	1 417	2 078	2 540	3 147
Долгосрочные кредиты и займы	506	710	994	1 682	2 214	2 815
Прочие	345	1 102	423	396	326	331
Краткосрочные обязательства	1 718	3 699	3 740	2 794	2 622	1 756
Краткосрочные займы и кредиты	1 033	2 459	2 216	1 969	1 537	832
Кредиторская задолженность	400	965	808	715	921	774
Прочее	285	275	716	111	164	150
Итого пассивы	4 676	7 823	7 068	6 469	6 681	6 432

полугодиям

МСФО, млн долл.	2П2007	1П2008	2П2008	1П2009	2П2009	1П2010
Выручка	2 149	2 368	3 322	1 479	1 982	2 566
Валовая прибыль	630	618	820	224	333	586
Операционная прибыль (ЕБИТ)	355	318	437	(38)	46	247
Амортизация	(72)	(91)	(157)	(151)	(162)	(150)
ЕБИТДА	427	409	594	113	208	397
Норма ЕБИТ, %	16,54	13,44	13,16	-2,55	2,32	9,61
Норма ЕБИТДА, %	19,90	17,27	17,89	7,64	10,51	15,47
Чистые финансовые доходы	(53)	(79)	(184)	(180)	(224)	(191)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	304	240	68	(266)	(161)	102
Норма ЕВТ, %	14,17	10,15	2,04	-18,00	-8,10	3,96
Текущий налог на прибыль	(87)	(82)	(27)	62	41	(34)
Чистая прибыль	217	158	40	(204)	(120)	67
Норма чистой прибыли	10,11	6,68	1,21	-13,78	-6,05	2,62

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	Норма	2П2007	1П2008	2П2008	1П2009	2П2009	1П2010
I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:							
Отношение выручки к суммарной задолженности (LTM)	1,50	1,63	0,82	1,10	0,99	0,67	0,93
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	1,00	2,71	1,43	1,77	1,32	0,92	1,25
Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)	2,00	1,70	3,79	3,20	5,16	11,68	6,03
ЕБИТДА/Проценты к уплате	1,00	7,44	4,76	3,19	0,53	1,09	1,99
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности (LTM)	0,10	0,49	0,15	0,09	-0,08	-0,21	-0,06
II Коэффициенты рентабельности:							
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	0,08	11%	5%	3%	-3%	-5%	-1%
Рентабельность продаж	0,10	17%	13%	13%	-3%	2%	10%
Рентабельность по чистой прибыли	0,05	10%	7%	1%	-14%	-6%	3%
III Коэффициенты структуры капитала:							
Доля собственного капитала в балансе	0,26	0,43	0,28	0,26	0,23	0,22	0,23
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,25	0,37	0,47	0,53	0,43	0,39	0,27
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом	0,05	-0,04	-0,44	-0,63	-0,52	-0,33	0,08
Доля внеоборотных средств в структуре баланса		0,65	0,67	0,68	0,72	0,70	0,70
IV Коэффициенты ликвидности:							
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,13	0,05	0,02	0,04	0,03	0,09	0,05
Коэффициент текущей ликвидности	1,06	0,96	0,69	0,61	0,66	0,75	1,08
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,37	0,64	0,47	0,44	0,38	0,38	0,39
V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):							
Оборачиваемость активов		0,89	0,58	0,81	0,74	0,52	0,71
Оборачиваемость оборотных средств		2,53	1,76	2,48	2,61	1,75	2,39
Срок оборота дебиторской задолженности, дней	4,00	47,29	66,52	48,60	40,51	61,20	52,63
Срок оборота кредиторской задолженности, дней		50,47	107,77	69,34	69,43	115,72	77,85
Срок оборота ТМЦ, дней		98,79	148,12	100,93	99,52	116,41	100,80
Длительность денежного цикла		95,61	106,87	80,20	70,61	61,89	75,58

РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ

	Вес	2П2007	1П2008	2П2008	1П2009	2П2009	1П2010
I Соотношение притока ден.средств и долга							
Отношение выручки к суммарной задолженности	30%	1,86	3,03	3,16	4,30	4,19	3,67
Отношение выручки к финансовому долгу		2,77	3,99	3,66	3,81	4,13	3,88
Долг/ЕБИТДА	0,20	1,26	2,05	1,66	2,24	3,21	2,38
ЕБИТДА/проценты к уплате	0,50	2,61	4,43	4,18	4,71	4,98	4,79
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,20	0,98	1,06	1,18	5,00	2,77	1,51
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,10	1,05	1,90	5,00	5,00	5,00	5,00
II Рентабельность бизнеса							
Рентабельность активов по прибыли от продаж	25%	1,73	2,46	3,26	4,72	4,56	3,64
Рентабельность продаж		0,20	2,14	3,90	4,23	4,63	4,71
Рентабельность по чистой прибыли		0,50	1,76	2,19	2,24	4,61	4,34
Рентабельность по чистой прибыли		0,30	1,39	1,96	4,31	4,96	4,84
III Структура капитала							
Доля собственного капитала в балансе	15%	3,52	4,08	4,21	4,21	4,20	2,88
Доля краткосрочной задолженности в балансе		0,33	1,77	2,78	3,04	3,26	3,44
Доля внеоборотных средств в структуре баланса		0,33	4,06	4,45	4,57	4,34	4,18
Коэффициент обеспеченности оборотных средств собственным капиталом		0,33	4,75	5,05	5,07	5,06	5,03
IV Ликвидность							
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	10%	3,04	3,52	3,58	3,72	3,45	3,34
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)		0,33	4,20	4,38	4,29	4,33	3,72
Коэффициент текущей ликвидности		0,33	3,24	3,81	3,94	3,87	3,70
Коэффициент покрытия суммарного долга		0,33	1,69	2,37	2,50	2,96	2,92
VI Экспертная оценка (1-5):							
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	20%	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)		0,33	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Статус компании		0,33	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00
Размер компании		0,33	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ		2,42	3,09	3,35	4,07	3,97	3,38
Уровень кредитного риска		<i>низкий</i>	<i>средний</i>	<i>средний</i>	<i>повышенный</i>	<i>повышенный</i>	<i>средний</i>

Сравнение с конкурентами

МСФО, 1 пол. 2010 г. накопленным итогом, млн долл.	ТМК	Мечел	Евраз	ЧТПЗ*
Внеоборотные активы	4 529	10 788	18 942	1 730
Основные средства	3 284	9 743	14 736	1 626
Долгосрочные финансовые вложения	-	104	738	27
Оборотные активы	1 903	3 115	4 599	1 226
Запасы	1 003	1 369	2 042	335
Дебиторская задолженность	656	802	1 429	494
Денежные средства	85	274	654	120
Итого активы	6 432	13 903	23 541	2 956
Акционерный капитал и резервы	1 530	4 344	10 631	72
Уставный капитал	305	159	375	83
Нераспределенная прибыль	1 088	3 286	2 990	(14)
Долгосрочные обязательства	3 147	6 537	9 262	688
Долгосрочные кредиты и займы	2 815	4 852	6 180	653
Краткосрочные обязательства	1 756	3 022	3 648	2 196
Краткосрочные займы и кредиты	832	1 830	1 756	1 478
Кредиторская задолженность	774	1 099	1 475	414
Итого пассивы	6 432	13 903	23 541	2 956
проверка баланса	0	(0)	0	0

МСФО, 1 пол. 2010 г. накопленным итогом, млн долл.	ТМК	Мечел	Евраз	ЧТПЗ
Выручка	4 549	7 625	11 512	1 765
Операционная прибыль (ЕБИТ)	293	870	212	194
Амортизация	(313)	(349)	(1 632)	(73)
ЕБИТДА	605	1 219	1 844	267
Норма ЕБИТ, %	6,43	11,40	1,84	11,02
Норма ЕБИТДА, %	13,30	15,99	16,02	15,15
Чистые финансовые доходы	(414)	(533)	(692)	(226)
Прибыль до налогообложения (ЕВТ)	(59)	809	(604)	(147)
Норма ЕВТ, %	-1,30	10,61	-5,25	-8,35
Текущий налог на прибыль	6	(120)	72	8
Чистая прибыль	(53)	689	(532)	(140)
Норма чистой прибыли	-1,16	9,03	-4,62	-7,93

*- данные за 2009 г.

ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ

	Норма	ТМК	Мечел	Евраз	ЧТПЗ*
I Коэффициенты отношения притока ден.средств к задолженности:					
Отношение выручки к суммарной зад-ти (LTM)	1,50	0,93	0,80	0,89	0,61
Отношение выручки к финансовому долгу (LTM)	1,00	1,25	1,14	1,45	0,83
Финансовый долг/ЕБИТДА (LTM)	2,00	6,03	5,48	4,30	7,97
ЕБИТДА/Проценты к уплате	1,00	1,55	2,18	2,60	0,93
Отношение чистой прибыли к крат. зад-ти (LTM)	0,10	-0,06	0,38	-0,30	-0,09
II Коэффициенты рентабельности:**					
Рентабельность активов по чистой прибыли (LTM)	0,08	-1%	5%	-2%	-5%
Рентабельность продаж	0,10	6%	11%	2%	11%
Рентабельность по чистой прибыли	0,05	-1%	9%	-5%	-8%
III Коэффициенты структуры капитала:**					
Доля собственного капитала в балансе	0,26	0,23	0,29	0,44	0,02
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,25	0,27	0,22	0,15	0,74
Обеспеченность оборотных средств СК	0,05	0,08	0,03	0,21	-0,79
Доля внеоборотных средств в структуре баланса		0,70	0,78	0,80	0,59
IV Коэффициенты ликвидности:*					
Абсолютная ликвидность (срочности)	0,13	0,05	0,09	0,21	0,18
Текущая ликвидность	1,06	1,08	1,03	1,26	0,56
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,37	0,39	0,33	0,36	0,43
V Коэффициенты оборачиваемости(все группы):					
Оборачиваемость активов		0,71	0,55	0,49	0,60
Оборачиваемость оборотных средств		2,39	2,45	2,50	1,44

РЕЙТИНГОВАЯ ОЦЕНКА КОЭФФИЦИЕНТОВ

	Вес	ТМК	Мечел	Евраз	ЧТПЗ*
I Соотношение притока ден.средств и долга					
Отношение выручки к суммарной задолженности		3,75	3,29	3,44	4,64
Отношение выручки к финансовому долгу	0,20	3,88	4,02	3,92	4,17
Долг/ЕБИТДА	0,50	2,38	2,63	2,01	3,45
ЕБИТДА/проценты к уплате	0,20	4,79	4,74	4,57	4,90
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,20	1,88	1,42	1,29	5,00
Отношение чистой прибыли к краткосрочной задолженности	0,10	5,00	1,12	5,00	5,00
II Рентабельность бизнеса					
Рентабельность активов по прибыли от продаж	0,20	4,21	2,54	4,55	3,77
Рентабельность продаж	0,20	4,55	3,86	4,62	4,71
Рентабельность по чистой прибыли	0,50	3,84	2,63	4,38	2,73
Рентабельность по чистой прибыли	0,30	4,61	1,50	4,79	4,88
III Структура капитала					
Доля собственного капитала в балансе	0,33	2,88	3,10	1,66	4,76
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,33	3,34	2,66	1,73	4,45
Доля краткосрочной задолженности в балансе	0,33	3,30	2,70	2,14	4,79
Коэффициент обеспеченности оборотных средств СК	0,33	2,02	3,98	1,11	5,08
Доля внеоборотных средств в структуре баланса					
IV Ликвидность					
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,33	3,34	3,38	2,49	2,96
Коэффициент абсолютной ликвидности (срочности)	0,33	4,21	3,75	1,86	2,25
Коэффициент текущей ликвидности	0,33	2,93	3,07	2,50	4,02
Коэффициент покрытия суммарного долга	0,33	2,88	3,33	3,12	2,63
VI Экспертная оценка (1-5):					
Отношение рынка к эмитенту (выпуску)	0,33	3,00	3,00	2,00	5,00
Статус компании	0,33	4,00	4,00	4,00	4,00
Размер компании	0,33	2,00	2,00	1,00	4,00
ИТОГОВЫЙ РЕЙТИНГ		3,54	3,03	3,14	4,21
Уровень кредитного риска		повышенный	средний	средний	повышенный

*- данные за 2009 г.

** - среднеотраслевые показатели

Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанным в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2010 г.

Управление по работе с долговыми обязательствами**bills@veles-capital.ru**

Оксана Теличко
Начальник управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Евгений Шиленков
Зам. начальника управления
EShilentov@veles-capital.ru

Оксана Степанова
Зам. начальника управления
OStepanova@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с
векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист
YShabalina@veles-capital.ru

Олег Медведев
Начальник отдела по работе с
облигациями
OMedvedev@veles-capital.ru

Александр Аникин
Главный специалист
AAnikin@veles-capital.ru

Управление анализа долговых рынков**bonds@veles-capital.ru**

Иван Манаенко
Начальник управления,
макрэкономист
IManaenko@veles-capital.ru

Анна Соболева
Долговые рынки
ASoboleva@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор
YKravchenko@veles-capital.ru

Иван Лубков
Программист
ILubkov@veles-capital.ru

Управление по анализу рынка акций**research@veles-capital.ru**

Илья Федотов
Начальник управления,
телекоммуникации
IFedotov@veles-capital.ru

Айрат Халиков
Металлургия
AKhalikov@veles-capital.ru

Алексей Мартьянов
Электроэнергетика
AMartyanov@veles-capital.ru

Ирина Ладыгина
Нефть и газ
ILadygina@veles-capital.ru

Доверительное управление**am@veles-capital.ru**

Бейшен Исаев
Начальник Управления
BIsaev@veles-capital.ru

Станислав Бродский
Инвестиционные продукты
SBrodsky@veles-capital.ru

Вадим Лабед
Работа с инвесторами
VLabeled@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610, Краснопресненская наб., д. 12,
7 подъезд, 18 этаж
Телефон: 7 (495) 258 1988
Факс: 7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Украина, Киев, 04070, ул. Набережно-Крещатицкая,
д. 37/55
Телефон: 38 (044) 459 0250
Факс: 38 (044) 459 0251