

ВБД: подходящий кандидат для первичного рынка

По нашему мнению, в текущих рыночных условиях короткие облигации таких корпораций как ВБД должны пользоваться значительным спросом. Краткосрочные инвестиции в долговые инструменты публично торгуемой, нециклической, сравнительно диверсифицированной, эффективно управляемой компании в сегменте товаров народного потребления, с хорошей способностью генерировать свободный денежный поток – одна из наиболее безопасных торговых стратегий в нынешних условиях. С нашей точки зрения, ВБД – один из немногих частных эмитентов, которым было бы под силу разместить сейчас крупный выпуск облигаций на внутреннем рынке.

ВБД далеко не новичок на публичных рынках. Акции компании торгуются на NYSE с февраля 2002 г. Размещение дебютного выпуска пятилетних еврооблигаций ВБД состоялось в мае 2003 г. Рейтинговые агентства S&P и Moody's анализируют деятельность эмитента уже пять лет. Среди всех компаний на рынке товаров народного потребления ВБД, возможно, наиболее полно покрывается аналитиками рынка акций и лучше всего знакома инвесторам. Взгляд Ренессанс Капитала на стратегию и операционную деятельность ВБД и последние прогнозы показателей представлены в отчете Н. Загвоздиной «WBD: Can growth be accelerated?» от 20 декабря 2007 г.

Таблица 2. Показатели деятельности ВБД – прогноз Ренессанс Капитала (декабрь 2007 г.)

USD млн, если не указано иное	2005	2006	2007П	2008П	2009П	2010П
Отчет о прибылях и убытках						
Выручка	1 395	1 762	2 417	3 014	3 660	4 366
Валовая прибыль	396	568	798	999	1 215	1 451
ЕВITDA	141	218	322	434	530	633
Рентабельность						
Валовая	28.4%	32.2%	33.0%	33.2%	33.2%	33.2%
ЕВITDA	10.1%	12.4%	13.3%	14.4%	14.5%	14.5%
ЕВIT	6.3%	8.8%	9.9%	10.5%	10.7%	10.8%
Чистая	2.2%	5.4%	6.2%	6.4%	6.9%	7.1%
Темпы роста						
Объемы продаж	5.0%	10.4%	19.3%	9.5%	8.8%	8.1%
Выручка	17.3%	26.4%	37.2%	24.7%	21.4%	19.3%
Валовая прибыль	20.7%	43.6%	40.6%	25.1%	21.6%	19.4%
ЕВITDA	45.4%	54.7%	47.8%	34.7%	22.1%	19.5%
Операционная прибыль	65.3%	77.9%	54.2%	32.0%	23.3%	20.9%
Отчет о движении денежных средств						
Изменение оборотного капитала	17	-3	-60	-37	-35	-30
Денежный поток от операций	127	167	130	284	362	442
Капиталовложения	-125	-228	-193	-211	-256	-262
Свободный денежный поток	2	-61	-64	73	106	180
Балансовые показатели						
Чистый долг	182	362	467	439	367	222
Совокупный долг	276	403	476	476	476	476
Долг/ЕВITDA	2	1.8	1.5	1.1	0.9	0.8

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Поскольку эмитент хорошо известен инвесторам, в настоящем отчете мы останавливаемся только на тех аспектах кредитного профиля компании, которые, с нашей точки зрения, представляют сейчас наибольший интерес для кредиторов – это рейтинги, рост издержек, замораживание цен, оборотный капитал и сделки по слиянию и поглощению.

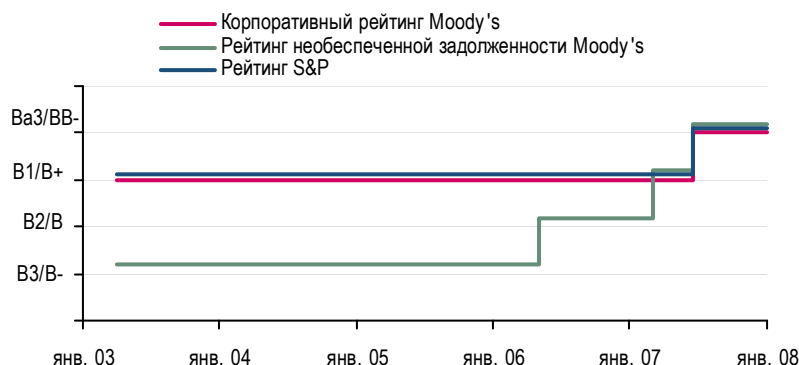
Рейтинги занижены

Рейтинги ВБД оставались стабильными в течение пяти лет. Несколько раз менялись прогнозы, рейтинги помещались в список на пересмотр; рейтинг еврооблигаций перестал отличаться от рейтинга компании. Тем не менее, за это время корпоративный рейтинг ВБД был повышен всего на одну ступень и в настоящий момент находится на уровне Вa3, прогноз «стабильный» по шкале Moody's и ВВ-, прогноз «стабильный» по шкале S&P.

В отличие от рынка акций (где акции ВБД показали впечатляющую динамику в 2006-2007 гг.) и рынка облигаций (где спрэды бумаг ВБД постепенно,

но устойчиво сужались до начала кризиса летом 2007 г.), оба рейтинговых агентства в значительной мере недооценили масштаб позитивных перемен, произошедших в компании после прихода новой команды менеджеров и Т. Майера в 2006 г. Отчасти это связано с замедленной реакцией на публикацию результатов и с особенностями методологии, по которой ряд показателей усредняется за несколько лет. Для компаний, кредитоспособность которых быстро улучшается, такой подход является очень консервативным.

Рисунок 2. История рейтингов ВБД



Источники: Moody's, S&P

Анализ критериев агентства Moody's применительно к ВБД указывает на то, что без учета субъективных факторов, ограничивающих рейтинг, компания имеет хорошие шансы на его повышение по крайней мере на одну ступень, поскольку даже в текущей категории Ва ее нынешний рейтинг минимален.

- По нашим оценкам, рентабельность ЕБИТА за 2007 г. (отличается от традиционно используемой рентабельности ЕБИТ на амортизацию нематериальных активов и долю меньшинства) может оказаться лишь незначительно ниже 10%, что соответствует более высокой рейтинговой категории;
- Свободный денежный поток компании по итогам 2007 г., по-видимому, сократится из-за оттока средств на пополнение оборотного капитала (см. ниже). Тем не менее, мы ожидаем, что органический свободный денежный поток ВБД в 2008 г. станет положительным, и этот факт вполне может быть учтен агентством Moody's.

Таблица 3. Критерии агентства Moody's и рейтинг ВБД

Критерии	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Saa
Фактор 1: Масштаб и диверсификация							
a) Совокупный объем выручки					X		
b) Географическая диверсификация						X	
c) Сегментная диверсификация					X		
Фактор 2: Филиальная сеть							
a) Доля рынка				X			
b) Органический рост выручки				X			
c) Качественная оценка портфеля продукции				X			
Фактор 3: Дистрибуция и ценовая гибкость							
a) Зависимость от розничных сетей				X			
Фактор 4: Эффективность затрат и рентабельность							
a) Качественный анализ				X			
b) Рентабельность ЕБИТА						6.70%	
c) Средняя рентабельность активов					X		
Фактор 5: Финансовая политика и кредитные характеристики							
a) Финансовая стратегия					X		
b) Денежный поток от основной деятельности/Чистый долг		39.0%					
c) Долг/ЕБИТДА			2.2				
d) Нераспределенный денежный поток/Чистый долг		37.2%					
e) ЕБИТ/Проценты					3.8		
f) Свободный денежный поток/Совокупный долг						6.0%	
Рейтинг:							
a) Оценка рейтинга по методологии					X		
b) Текущий рейтинг					Ba3		

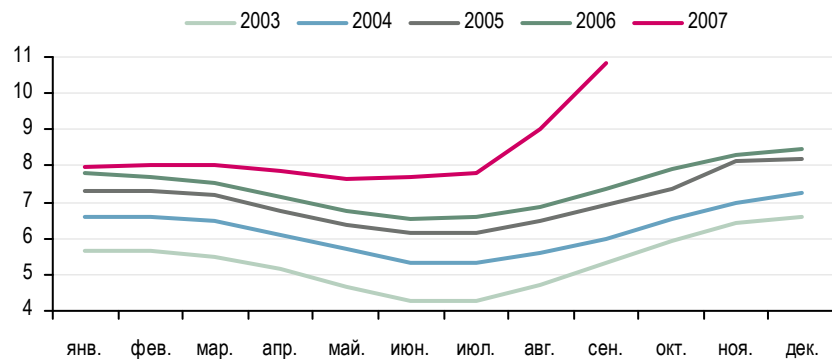
Источник: Moody's

С нашей точки зрения, на сегодняшний день рейтинговые агентства переоценивают риски рефинансирования для большинства качественных заемщиков второго эшелона, включая ВБД. Мы ожидаем, что после того как компания рефинансирует два выпуска еврооблигаций, погашаемых в мае этого года (за счет размещения новых рублевых обязательств или банковских кредитов), отношение рейтинговых агентств к ее риску несколько улучшится. Если ВБД продолжит демонстрировать свою способность адекватно реагировать на операционные риски и сохранит сравнительно консервативный финансовый профиль, повышение рейтинга представляется вполне возможным. Стоит оговориться, однако, что в настоящий момент мы не видим катализаторов для повышения рейтинга, а в перспективе оно может оказаться отдаленным из-за общего усиления неприятия риска агентствами.

Инфляция издержек – ожидаем замедления

Негативное влияние роста цен на сырое молоко на рентабельность крупных производителей широко обсуждалось в последние месяцы. Для ВБД средний рост цен на сырое молоко за девять месяцев 2007 г. составил 17% (в рублевом выражении), а в третьем квартале 2007 г. их рост к аналогичному периоду 2006 г. достиг 34%. Среднее увеличение закупочных цен молока для ВБД за 2007 г. в рублевом выражении, по нашим оценкам, составило 25%.

Рисунок 3. Средняя себестоимость молока для ВБД, руб./кг



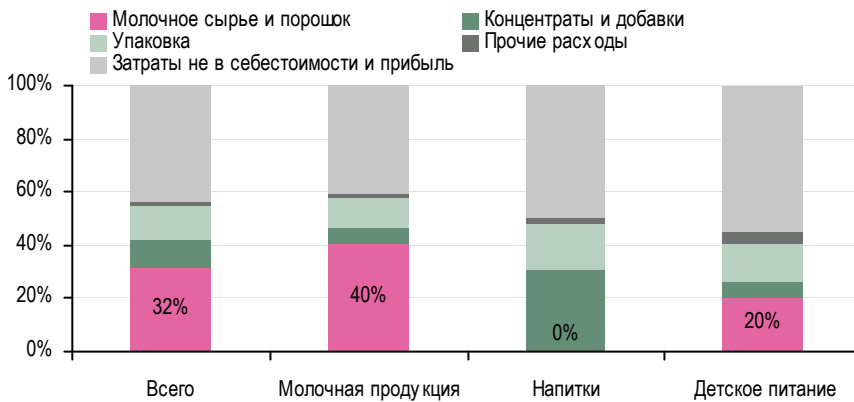
Источник : данные компании

Доля себестоимости молока в выручке ВБД за девять месяцев 2007 г. составляла около 40% в молочном сегменте и 32% в целом по компании (производство детского питания требует значительно меньшего объема молока, а для напитков оно вовсе не используется). Таким образом, до определенной степени ВБД может допустить заметно больший рост цен на сырье как доли в выручке без существенного давления на финансовый результат. Мы положительно оцениваем перспективы улучшения прибыльности ВБД на 2008 г.: по нашим прогнозам, рентабельность EBITDA к концу года увеличится до 14.4% против 13.8% в 2007 г.

Рентабельность производства традиционных продуктов относительно невелика, однако спрос на них неэластичен (для потребителей, реальные располагаемые доходы которых растут на 13% в год, молоко остается предметом первой необходимости даже при заметном росте цен на него). Структура сбыта может сместиться от брендов средней ценовой категории в пользу продукции нижнего ценового сегмента (в случае ВБД, например, от бренда «Домик в деревне» к бренду «Веселый молочник»), однако совокупный объем продаж снизится незначительно. Продукты с более высокой маржой имеют меньшую долю стоимости молока в цене реализации и могут «справиться» с более значительным ростом цен на сырье.

Мы ожидаем, что цены на сырое и сухое молоко в 2008 г. будут демонстрировать более плавную динамику. На наш взгляд, их рост вряд ли превысит 15% по итогам всего года. Эту точку зрения разделяют и крупнейшие производители молочной продукции, включая ВБД. Наши аргументы представлены ниже.

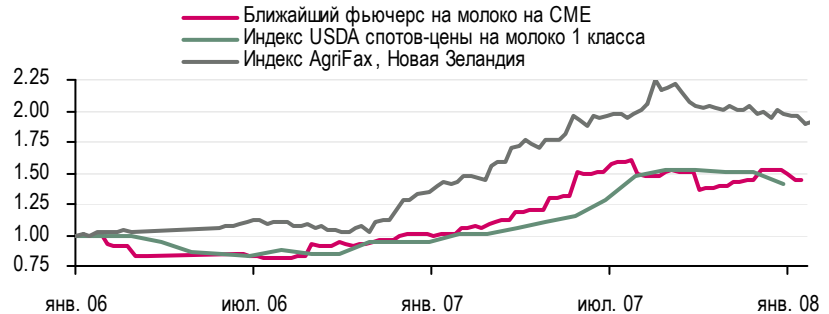
Рисунок 4. Структура издержек ВБД (в среднем за первый-третий кварталы 2007 г.), % от выручки



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

- Улучшение конъюнктуры рынка.** Похоже, что давление внешних факторов на цены на российском рынке несколько снизилось с осени 2007 г., по мере того как мировые цены на сырое молоко стабилизировались на новых уровнях. Цена сырого молока в России по-прежнему выше, чем в Европе, однако мы ожидаем их сближения. Что касается сухого молока, менее 10% производимого сухого обезжиренного и цельного молока поставляется на мировой рынок, поэтому цены в различных регионах могут коррелировать лишь отчасти. Тем не менее, цены на сухое молоко в значительной степени зависят от наличия запасов, поскольку оно непрерывно используется для выпуска восстановленного молока. В конце 2007 г. и начале 2008 г. мировые запасы сухого молока несколько увеличились, и по прогнозам Министерства сельского хозяйства США (USDA) цены на обезжиренное сухое молоко в нынешнем году снизятся по сравнению с 2007 г. В России средняя цена сухого молока в начале февраля 2008 г. составляла около 90 руб./кг, что примерно на 25% ниже, чем в прошлом году.
- Благоприятный прогноз на 2008 г.** Одной из причин беспрецедентного роста цен на сырое молоко в 2007 г. стало неблагоприятное стечение обстоятельств, вызвавшее перебои в поставках – недостаток интервенционных запасов обезжиренного сухого молока в Европе, мировой рост цен на продукты питания, запрет Индии на экспорт обезжиренного сухого молока, еще один засушливый год в Австралии, наводнения в Аргентине и Уругвае, отсутствие дождей и неблагоприятные пастбищные условия в Европе. Мы не ожидаем фундаментального улучшения в поставках молока в 2008 г. в мире, и рост спроса по-прежнему будет превышать предложение. Однако ситуация на рынке обезжиренного сухого молока должна выправиться, и сокращение производства в 2006 г. будет компенсировано более высоким объемом экспорта в 2007-2008 гг. Ожидается, что производство молока в США и Аргентине в 2008 г. возрастет соответственно на 3% и 6%, тогда как объемы выпуска в других основных регионах будут оставаться стабильными (Новая Зеландия, ЕС) или уменьшаться (Австралия). Хотя объем экспорта цельного сухого молока, вероятно, будет ниже по сравнению с 2004 г., он останется в целом стабильным, и на фоне улучшения конъюнктуры на рынке обезжиренного сухого молока цены в этом сегменте, вероятно, также снизятся.
- Объем производства в России.** По последним данным Министерства сельского хозяйства, совокупный объем производства сырого молока в России в 2007 г. увеличился на 2.7% по сравнению с предыдущим годом. Такой результат был достигнут, несмотря на продолжающееся снижение поголовья скота (по данным на первое января 2008 г., поголовье коров сократилось на 0.8%) за счет увеличения надоя от каждой коровы.

Рисунок 5. Основные индексы рынка сырого молока (1 января 2006 г.=1)



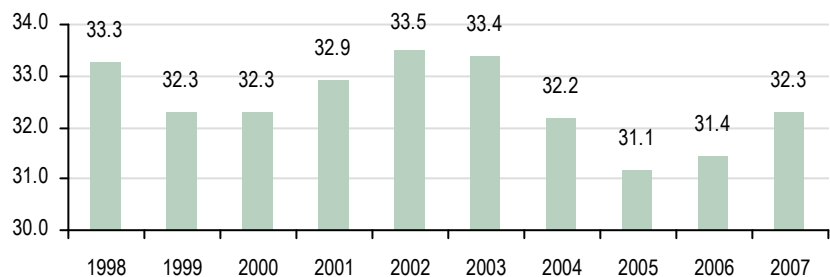
Источники: Bloomberg, оценка Ренессанс Капитала

Таблица 4. Экспорт обезжиренного сухого молока по странам-производителям, тыс. тонн

	2004	2005	2006	2007	2008
Австралия	187	141	189	175	168
Новая Зеландия	305	221	243	327	312
Европейский Союз-27	277	190	88	170	155
США	231	277	287	255	275
Итого	1 000	829	807	927	910

Источники: Министерство сельского хозяйства США

Рисунок 6. Объем производства сырого молока в России, млн тонн



Источники: Министерство сельского хозяйства РФ

Регулирование цен: скорее видимость

Замораживание цен, добровольно введенное крупнейшими производителями и торговыми сетями под воздействием правительства в октябре 2007 г., вызвало понятное беспокойство у акционеров и кредиторов ВБД. Мы считаем, что система регулирования цен в ее сегодняшнем виде малоэффективна. Компании молочного сектора имеют много способов защитить свою рентабельность от негативного влияния растущих издержек, формально не нарушая принятых ограничений. Мы ожидаем, что после президентских выборов в начале марта замораживание цен может быть частично или полностью снято: источник роста цен на молочные продукты – плохо контролируемая инфляция издержек, а не сговор крупнейших переработчиков.

- **Повышение цен перед их замораживанием.** До замораживания цен в октябре 2007 г. ВБД увеличил отпускные цены дважды – в августе и сентябре, на 6% и 20% в рублевом выражении соответственно. Таким образом, общее повышение отпускных цен составило более чем 27%. Первое соглашение о замораживании цен, подписанное крупнейшими производителями, розничными сетями и Правительством 24 октября, фиксировало цены на уровне 15 октября и не содержало требований о возврате цен к уровням, на которых они находились до повышения.
- **Ограниченный ассортимент.** Соглашения, подписанные в октябре 2007 г. и январе 2008 г., коснулись только традиционных молочных продуктов. В частности, в случае ВБД речь идет о стерилизованном молоке жирностью от 1.5% до 2.5% и кефире жирностью 1%. ВБД не раскрывает долю этих продуктов в структуре выручки и EBITDA, но мы считаем,

что она вряд ли является значительной даже в этом сегменте. Такие популярные продукты, как молоко «Домик в деревне» жирностью 3.2% или 3.5% и кефир того же брэнда жирностью 3.2%, не попали под действие соглашения. Соки, минеральная вода, детское питание, йогурты, творог, творожные сырки, сыр и другие продукты не подпадают под условия соглашения.

- **Механизм пересмотра.** В январе 2008 г., перед продлением первоначального соглашения еще на три месяца до мая 2008 г., производителям было разрешено скорректировать цены с учетом инфляции с 15 октября. В качестве индикатора инфляции использовался темп роста цен в тех сегментах молочного рынка, где регулирование цен в октябре 2007 г. не вводилось. Таким образом, нынешняя система регулирования по сути лишь откладывает рост цен и делает его «скачкообразным». Когда цены на сырье остаются относительно стабильными, трехмесячный период замораживания цен с последующей коррекцией, с нашей точки зрения, не является серьезной угрозой.

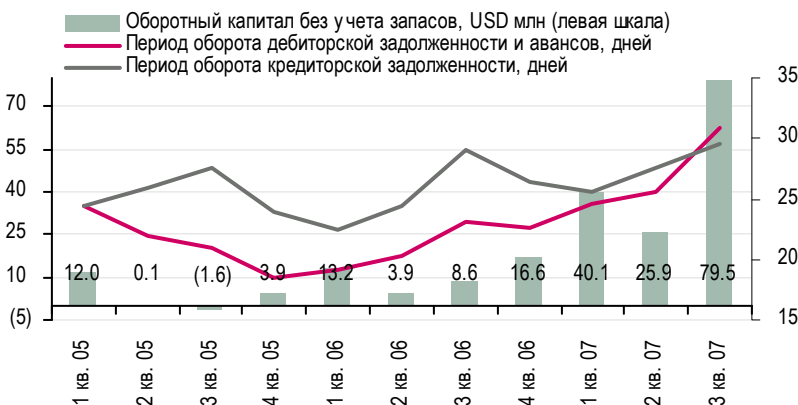
Оборотный капитал: уступки розничным сетям для обеспечения будущего роста

Помимо негативного влияния роста себестоимости и частичного регулирования цен, в отчетности ВБД за 2007 г. может проявиться еще одна проблема – рост оборотного капитала из-за формирования запасов сырья и на фоне усиления переговорных позиций операторов розничных сетей. Наши отраслевые аналитики еще не скорректировали модель оценки акций компании и прогнозы по финансовым показателям ВБД, поскольку масштаб таких изменений сложно оценить заранее.

Защищая себя от дальнейшего роста цен на сухое молоко, в третьем квартале 2007 г. ВБД инвестировал значительные средства в товарно-материальные запасы. Кроме того, выросли объемы выданных авансов, что мы связываем с активными закупками концентратов у китайских поставщиков, которые обычно требуют предоплаты. Период оборота дебиторской задолженности начал увеличиваться и превысил 21 день против 17 дней в первом квартале. Более 100% EBITDA компании, полученной в июле-сентябре, было использовано для пополнения оборотного капитала.

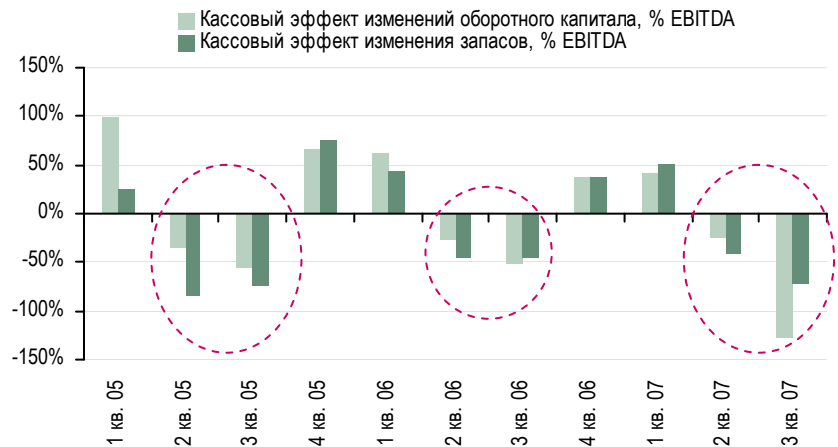
Существует опасность, что повышенный уровень оборотного капитала сохранится и в четвертом квартале 2007 г., и в первом квартале 2008 г., как в прошлые годы. Мы считаем, что это может быть связано с некоторыми льготами, предоставленными ВБД крупным розничным сетям для продвижения менее популярных и медленнее продаваемых товаров, особенно после того, как система дистрибуции была пересмотрена (введена система работы с крупнейшими клиентами – *key account management system*). В этом случае рост оборотного капитала был сознательным шагом для увеличения темпов роста в будущем. Мы считаем, что ВБД может позволить себе такой отток средств, хотя рейтинговые агентства могут иметь другую точку зрения.

Рисунок 7. Оборотный капитал



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 8. Сезонность финансирования оборотного капитала, % от EBITDA за квартал



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Новые приобретения? Вероятно, да. Серьезные риски? Скорее всего, нет

Мы считаем, что в 2008 г. очень вероятно появление сообщений о новых приобретениях ВБД. В обоснование этой точки зрения мы приводим следующие аргументы:

- На фондовом рынке ВБД выглядит одной из самых дорогих компаний: ее коэффициенты EV/EBITDA и P/E 2007 г. даже сейчас, после значительной коррекции, составляют 14.5 и 27.3 соответственно. Мы связываем столь высокие мультипликаторы с ожиданиями быстрых темпов роста и улучшения рентабельности, а также с умеренной долговой нагрузкой компании. Большие ожидания фондового рынка создают необходимость демонстрировать высокие темпы роста, что достаточно сложно сделать при замедлении органического роста.
- Учитывая прогнозируемые потребности в капиталовложениях в органический рост, при отсутствии новых приобретений свободный денежный поток компании будет положительным уже в 2008 г. Наши отраслевые аналитики ожидают, что органический свободный денежный поток увеличится с USD108 млн в 2008 г. до USD229 млн в 2010 г. Выплаты высоких дивидендов на данном этапе развития ВБД вряд ли стоит ожидать, так как ни крупнейшие акционеры, ни менеджмент, насколько мы понимаем, не имеют значительных мотивов для этого. В настоящий момент отрасль еще далека от зрелости, и акционеры возлагают большие надежды на ее будущий рост и возможности консолидации.
- Уровень совокупного долга ВБД является более чем приемлемым, учитывая нециклический характер бизнеса компании и потенциально открытый доступ к новому акционерному финансированию. Снижение уровня долга приведет к разводнению доходности на акционерный капитал, и менеджмент компании вряд ли будет к этому стремиться. Таким образом, в отсутствие сделок по поглощениям использование имеющихся денежных средств может стать для ВБД реальной проблемой.

С другой стороны, ВБД имеет большой опыт успешной интеграции новых активов, несмотря на все сложности синхронизации производства, маркетинга, дистрибуции и логистики для компании в сегменте товаров народного потребления. Прошлые приобретения ВБД были хорошо продуманы и подготовлены, и пока не было прецедентов покупки больших активов, которые позже оказывались несовместимыми с существующим бизнесом. Мы считаем, что долговой рынок должен быть готов к новостям о приобретениях со стороны ВБД, и что покупки разумных масштабов не должны вызывать негативной реакции держателей облигаций.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

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

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

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

Ренессанс Капитал

125009, Москва

Вознесенский переулок, 22

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш

+ 7 (495) 258 7916

Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский

+ 7 (495) 258 7904

Aburgansky@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев

+ 7 (495) 258 7946

Amoisseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина

+ 7 (495) 258 7753

Nzagvozdina@rencap.com

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл

Dnangle@rencap.com

Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова

Malexeenkova@rencap.com

Ринат Кирдань

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов

Efaritov@rencap.com

Ольга Агеева

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина

Nzagvozdina@rencap.com

Иван Николаев

Виктор Дима

Ульяна Типсина

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков

Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш

Rnash@rencap.com

Томас Манди

Ованес Оганисян

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс

Redwards@rencap.com

Юрий Власов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский

Aburgansky@rencap.com

+ 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес

Alandes@rencap.com

Елена Савчик

Евгения Дышлок

Роман Елагин

Ирина Елиневская

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7777

Дерек Уивинг

Dweaving@rencap.com

Вадим Борохов

Владимир Скляр

Сергей Петренко

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева

Kmalofeeva@rencap.com

Елена Шарипова

Олеся Черданцева

Игорь Лебединец

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги

Akazbegi@rencap.com

Иван Ким

Тибор Бокор

Дэвид Фергусон

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева

Kmalofeeva@rencap.com

Светлана Дрыгуш

Елена Савчик

Владислав Носик

Владимир Динул

Сергей Петренко

Джеффри Смит

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова

Emalakhova@rencap.com

Оксана Бутурлина

Станислав Захаров

Мария Дунаева

Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев

Amoisseev@rencap.com

Николай Подгузов

Татьяна Санникова

Валентина Крылова

Анастасия Головач

Олеся Черданцева

Мария Рахмеева

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789

Петр Гришин

Pgrishin@rencap.com

Алексей Булгаков

Максим Раскоснов

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова

Ostepanova@rencap.com

Юлия Попова

Редакционно-издательский отдел,

выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261

Александра Волдман

Awaldman@rencap.com

Патриция Сомервиль

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100