

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

Рынок рублевых облигаций	2
Первичные размещения	5
Приложение	11

Весна началась для участников рынка довольно сложно. Ожидания традиционной для начала месяца поддержки денежного рынка не оправдались. В этом свете не теряет актуальности стратегия «защитного портфеля», ориентированная, главным образом, на среднесрочные выпуски. При этом приоритетный характер вложений в бумаги второго или третьего эшелона определяется индивидуальной склонностью инвесторов к риску.

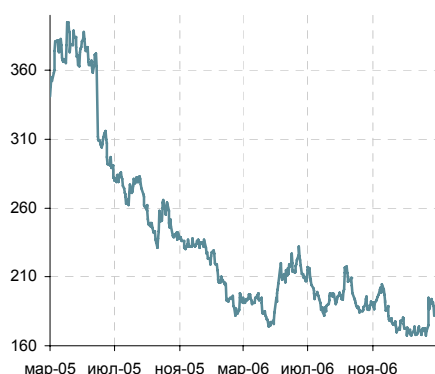
В списке наших рекомендаций: УМПО-2, УРСА-Банк-5, Техносила, ТОП-Книга-2, НИТОЛ-2, Л'этуаль, Юнимилк.

Несмотря на заманчиво низкие цены существенно подешевевших в последнее время длинных бумаг, мы достаточно консервативно настроены относительно их покупки. В отношении госбумаг мы отталкиваемся от того, что довольно сильным остается давление со стороны внешней конъюнктуры.

Среди голубых фишек наиболее привлекательно, на наш взгляд, для спекулятивно настроенных инвесторов выглядят Лукойл-4, Газпром-8 и торгующийся на форварде выпуск Газпром-9, однако, их покупка преждевременна как минимум до окончания «налогового сезона».

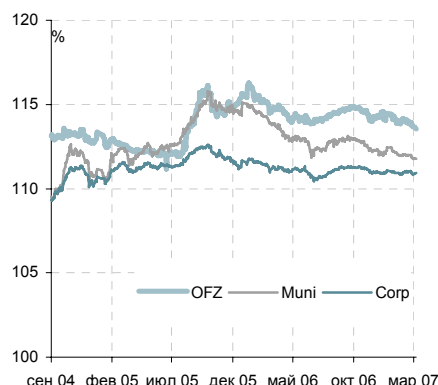
Предстоящие размещения: Якутскэнерго, КМПО – Финанс, Аркада-3, Кокс-2.

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Даниил Иванов
daniil.ivanov@zenit.ru

www.zenit.ru

Рынок рублевых облигаций

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

В феврале рынок «ожил». Активизировался первичный сегмент – общий объем размещений корпоративных бумаг превысил в феврале 56 млрд. руб. (всего на ММВБ состоялось 19 аукционов), помимо этого состоялось размещение двух новых выпусков ОФЗ на 27 млрд. руб. При этом можно отметить, что в большинстве своем аукционы проходили в условиях ажиотажного спроса. С одной стороны, это, конечно же, обеспечивало эмитентам достаточно комфортные уровни ставки. С другой – отсутствие премии за первичное размещение лишило, на наш взгляд, ряд бумаг ценового апсайда и существенно ограничивает их привлекательность для покупки на вторичном рынке, что в свою очередь может негативно отразиться на их ликвидности. Самыми агрессивными по ставке на наш взгляд стали размещения второго выпуска Трансмашхолдинга и дебютных облигаций ТГК-6.

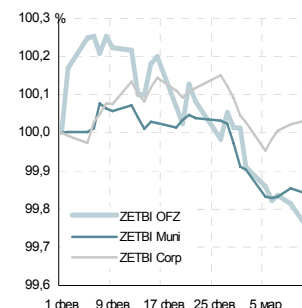
Что касается вторичного сегмента, то в течение февраля мы наблюдали разнонаправленную динамику торгов. На фоне более-менее стабильного спроса во втором-третьем эшелоне, где наибольшей популярностью пользовались оба выпуска Группы Интегра, котировки которых существенно выросли после IPO, бумаги Миракс-2, появившийся на вторичном рынке выпуск УМПО-2, пятый выпуск УРСА-Банка, «лихорадило» госбумаги и blue chips, как более чувствительные к изменению рыночной конъюнктуры.

Как повод, спровоцировавший первую волну роста доходностей, приходящуюся на середину месяца, помимо снижения цен на нефть, можно отметить панику нерезидентов, оперирующих на российском рынке, после довольно резкого тона выступления президента Путина в Мюнхене, подчеркивающего существующие разногласия во внешней политике России и США.

Вторая более глубокая коррекция «накрыла» рынок в конце месяца, что достаточно ярко демонстрирует динамика индексов ZETBI. Так сложилось, что напоследок зима преподнесла участникам долгового рынка несколько «мрачных дней». Падение мировых фондовых рынков спровоцировало мощный «flight to quality», обеспечивший ценовую поддержку рынку базовых активов, тогда как развивающиеся рынки акций и облигаций, включая российский, в рамках глобального тренда переживали достаточно сильное снижение котировок. В частности, в период наиболее активной распродажи с 26 февраля по 5 марта наиболее остро ощутимой неблагоприятная ситуация оказалась для ОФЗ и первого эшелона, где котировки «провалились» на 25 б.п. – 75 б.п.

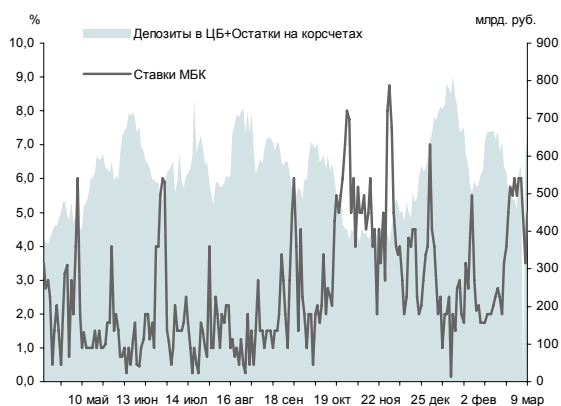
В добавок ко всему нервозность участников российского рынка усугубила достаточно проблемная ситуация с денежной ликвидностью, спровоцированная совсем не налоговыми платежами конца месяца, а, в большей степени, фактом «IPO Сбербанка». Зарезервированные для выкупа акций денежные средства осели на счетах «мертвым грузом», и при росте остатков рынок столкнулся с проблемой непривычно высоких для начала месяца ставок МБК в диапазоне от 5 до 7%. Можно отметить, что проблема «дорогих денег» вряд ли потеряет свою актуальность в ближайшее время. Участникам рынка не придется наблюдать «золотого дождя» из денег, вырученных Сбербанком от продажи акций, поскольку Минфин планирует предотвратить возможный всплеск избытка ликвидности посредством небывало большого выпуска ОВР на сумму 250 млрд. руб. (намеченного на 15 марта), что фактически сопоставимо с объемом вырученных Сбербанком средств.

Динамика ценовых индексов ZETBI в феврале-марте



Источник: Банк ЗЕНИТ

Остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ и ставки МБК:



Источник: Reuters, расчеты Банка ЗЕНИТ

Лидеры роста в феврале-марте

в корпоративном сегменте			в субфедеральном сегменте		
Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.	Инструмент	ITR, %	Доходность за период, % год.
ИнтеграФ-1	3,09	30,23	ОрЗуево-01	3,18	31,97
УРСАБанк 5	2,60	25,59	Томск.об-2	2,89	27,88
НИТОЛ 02	2,56	25,56	Одинцово-2	2,86	28,70
Миракс 02	2,26	21,80	КлинРн 1об	2,53	25,56
ИнтеграФ-2	2,06	20,50	Волгогр 01	2,05	20,43
СЗТелек4об	2,05	20,55	Новсиб 3об	1,83	16,70
Карус.Ф 01	1,96	19,20	Волгогр 02	1,24	12,19
УМПО 2	1,96	19,20	Казань06об	1,17	11,61
ТатфондБ 3	1,93	19,33	Новсиб 4об	1,05	10,40
АИЖК 7об	1,90	18,85	Башкорт5об	0,99	9,65

Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

Таким образом, весна началась для участников рынка довольно сложно. Ожидания традиционной для начала месяца поддержки денежного рынка не оправдались. Учитывая, что в ближайшее время стартуют очередные налоговые платежи, при этом помимо ежемесячных налогов предстоят и ежеквартальные выплаты, мы не видим очевидных причин для роста оптимизма участников в ближайшее время. Наше мнение укрепляют высокая волатильность на рынке базовых активов и отсутствие четкого тренда на фондовом рынке.

В этом свете не теряет актуальности стратегия «защитного портфеля», ориентированная, главным образом, на среднесрочные выпуски. При этом приоритетный характер вложений в бумаги второго или третьего эшелона определяется индивидуальной склонностью инвесторов к риску. Ориентируясь на наиболее адекватное соотношение риск-доходность, среди привлекательных для покупки выпусков мы выделяем бумаги УМПО-2, текущая доходность которых (на 09.03. УТР 8.83% годовых) выглядит завышенной относительно второго выпуска НПО Сатурн (УТР 8.49% годовых), уступающего, на наш взгляд, УМПО по кредитному качеству. Также недооцененным, на наш взгляд, не смотря на впечатляющий рост в течение февраля, остается пятый выпуск УРСА-Банка, который торгуется со спрэдом ОФЗ как минимум на 30 б.п. шире, чем третий выпуск. Помимо этого в списке наших торговых рекомендаций остаются Техносила, второй выпуск ТОП-Книги, второй выпуск НИТОЛа, Юнимилк и Л'этуаль.

Несмотря на заманчиво низкие цены существенно подешевевших в последнее время длинных бумаг, мы достаточно консервативно настроены относительно их покупки. В отношении госбумаг мы отталкиваемся от того, что результаты сегодняшних доразмещений серий 46018 и 46020 на 13 млрд. руб. и 12 млрд. руб. могут задать тон рыночному настроению на ближайшее время. Мы полагаем, что при текущей конъюнктуре, характеризующейся крайне слабой поддержкой денежного рынка, инвесторы будут довольно требовательны к премии. В пользу того, что с покупкой пока стоит повременить говорит сохраняющееся давление со стороны внешней конъюнктуры. В частности, после очередного обвала мировых фондовых рынков во вторник 13 марта мы наблюдаем новую волну «flight to quality», не исключено, что ее негативный эффект может проявиться в ближайшие дни. Кроме того, впереди еще публикация данных об инфляции в США, которая, согласно предварительным прогнозам, может усилить пессимистические настроения участников рынка.

Что касается длинных голубых фишек, среди которых наиболее привлекательно для спекулятивно настроенных инвесторов выглядят Лукойл-4, Газпром-8 и торгующийся на форварде выпуск Газпром-9, чьи текущие спрэды к ОФЗ выглядят наиболее широкими по сравнению с другими торгующимися выпусками компаний, мы полагаем, что и с их покупкой стоит повременить как минимум до окончания «налогового сезона».

Прошедшие размещения

Дата размещения	Эмитент	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / оферты	Доходность к погашению / оферте, % годовых	Прогноз организатора	Организатор
2 фев	Ленэнерго-2	3 000	5 лет	8.72%	8.5% - 9%	Альфа-Банк, ВТБ
7 фев	Финансбанк	3 500	3 года / 1.5 года	-8.1%	н/д	Дойчебанк
8 фев	Комплекс - Финанс	1 000	3 года / 1.5 года	-12.89%	12.39% - 12.89%	Тройка Диалог
8 фев	АИЖК-9	5 000	10 лет / 8 лет	7.7%	7.87% - 8.14%	Ренессанс Брокер, Внешэкономбанк
15 фев	Трансмашхолдинг-2	4 000	4 года / 2 года	- / 8.78%	8.8% - 9.1%	Альфа-Банк, ВТБ
15 фев	Компания Усть-Луга	600	3 года	10.27%	н/д	КИТ Финанс
16 фев	Русфинансбанк-4	4 000	3 года	7.89%	н/д	Тройка Диалог
20 фев	Митлэнд Фуд Групп	1 000	3 года / 1 год	-13.1%	13.1%	ВТБ, ПСБ
20 фев	Русь-Банк-2	2 000	3 года / 1.5 года	-9.73%	н/д	Атон, Номос-Банк
20 фев	Москоммерцбанк-2	3 000	4 года / 1.5 года	-8.58%	9.2% - 9.5%	ВТБ, Дрезднербанк, Ист Кэпитал
20 фев	Виктория-Финанс-2	1 500	3 года	11.19%	11.3%	Тройка Диалог
21 фев	Газпром-9	5 000	7 лет	7.36%	7.25% - 7.5%	Ренессанс Капитал, Росбанк
21 фев	Копейка-3	4 000	5 лет / 1 год	10.17% / 9.49%	10.1% - 10.4%	Уралсиб
21 фев	Су-155 капитал-3	3 000	5 лет / 1 год	- / 10.57%	10.5% - 11%	Банк ЗЕНИТ, Банк Москвы
22 фев	Россельхозбанк-3	10 000	10 лет / 3 года	- / 7.48%	н/д	ВТБ
27 фев	ТГК-6-1	2 000	5 лет / 1 год	- / 7.61%	7.8% - 8.1%	Номос-Банк, Райфф
27 фев	Радионет	600	1.5 года	11.78%	н/д	РИГрупп
27 фев	ОИЖК	1 000	5 лет	9.45%	н/д	Тройка Диалог
1 мар	Белон-2	2 000	5 лет / 2.5 года	- / 9.46%	9.5% - 9.7%	ВТБ
2 мар	Амурметалл-2	2 000	4 года / 2 года	-10.79%	9.25% - 9.45%	Райффайзенбанк
5 мар	МИК г. Краснодар	500	4 года	9.36%	н/д	ИФК Солид
6 мар	Лебедянский-Финанс-2	1 500	3 года	-	н/д	Райффайзенбанк
6 мар	МИАН-Девелопмент	2 000	3 года / 1.5 года	-12.75%	12.5% - 12.75%	Росбанк
6 мар	Вега-Инвест	700	3 года / 1 год	- / 13.16%	12.6% - 12.75%	ИСТ Кэпитал
6 мар	СЗЛК-Финанс	1 000	3 года / 1.5 год	- / 11.83%	9.4% - 10%	Связь-Банк
6 мар	Рыбинский кабельный завод	1 000	5 лет / 1 год	- / 11.19%	н/д	ММБ
6 мар	Искрасофт-2	300	3 года	13.74%	н/д	Планета Капитал
6 мар	Уралэлектромедь	3 000	5 лет / 3 года	-8.42%	8.25% - 8.75%	Газпромбанк
6 мар	КБ Ренессанс Капитал	2 000	3 года / 1 год	-10.72%	10.5% - 11%	Ренессанс Капитал
7 мар	Банк Возрождение	3 000	3 года	9.15%	9% - 9.5%	Газпромбанк
12 мар	ОСМО-Капитал	1 000	4 года	10.6%	н/д	Номос-Банк

Предстоящие размещения

15 марта второй выпуск облигаций на 1.2 млрд. рублей размещает Якутскэнерго. По выпуску предусмотрена оферта через 2 года по номинальной стоимости.

Якутскэнерго – в своем роде уникальная среди других дочек ПАО ЕЭС компания, что во многом определяется особенностями энергосистемы Якутии. Главная особенность – обособленность входящих в состав энергосистемы районов, и существенные различия с точки зрения стоимости производимой энергии. С одной стороны, это дешевая гидрогенерация – мощности Вилюйской ГЭС, обслуживающие потребности крупного промышленного клиента, АПРОСы, в западном энергорайоне (на долю района приходится 41% полезного отпуска электроэнергии в Якутии). На другой чаше весов – крайне дорогая, с точки зрения издержек на топливо, малая энергетика на основе дизельной генерации (164 станции), обслуживающая значительную территорию на севере республики. Кроме того, Якутскэнерго включает в себя газовую генерацию в центральном энергорайоне (16% полезного отпуска э/э в республике) и распределительные / сбытовые активы. Раньше в состав Якутскэнерго входили и работающие на угле станции южного энергорайона. Но в прошлом году они были выделены в пользу формирующейся Дальневосточной Энергетической Компании, чем фактически и было завершено реформирование Якутскэнерго. Вместе с угольной генерацией и магистральными сетями, Якутскэнерго лишилось и единственного выхода на ФОРЭМ, став полностью замкнутой компанией.

Основное следствие наличия столь различающихся по стоимости источников генерации – значительная степень перекрестного субсидирования между видами продукции, группами потребителей и отдельными энергорайонами: за счет прибыли от поставок дешевой электроэнергии Вилюйской ГЭС промышленным потребителям частично покрываются убытки от дорогой дизельной генерации. В общем объеме выработки э/э доля дизельной генерации в 2006 году составила лишь 4.6%, тогда как в структуре затрат на дизтопливо приходится больше 50%. При этом, ситуацию усугубляет крайне высокая степень износа электросетей, и, как следствие, довольно высокий процент потерь – 16%. В целом, бремя высоких расходов на закупку дизельного топлива – главный «бич» для рентабельности компании, и на решение этой проблемы планируется направить существенную часть инвестиционных расходов: реконструкция и прокладка новых сетей от центрального района к северным должна вывести из эксплуатации дизельные станции и снизить расходы на поставки топлива. Всего на сетевые активы в 2007-2010 гг. планируется направить 3.7 млрд. руб., 47% от общих инвестиций за этот период (7.76 млрд. руб.).

Отражением растущей стоимости дизтоплива и увеличения его доли в себестоимости после выделения работающих на угле южно-якутских активов в прошлом году стал отрицательный результат от операционной деятельности: при выручке в 13.305 млрд. руб. операционный убыток составил 37 млн. руб. Однако в конечном итоге финансовая картина прошлого года для Якутскэнерго выглядела не столь плачевно: операционные убытки были компенсированы бюджетными дотациями, и чистая прибыль предварительно составила 310 млн. руб.

В целом, протекция со стороны бюджета республики – ключевой фактор поддержки для кредитного качества компании. При этом, помимо дотационного покрытия части разницы между тарифом и стоимостью э/э на дизельных станциях, Якутия обеспечивает частичное возмещение из бюджета затрат по кредитам на поставку топлива, а также напрямую участвует в реализации инвестпрограммы. В 2007 году порядка 320 млн. руб. инвестиций Якутскэнерго получит из бюджета РФ (взамен на определенную долю в УК), 200 млн. руб. – из бюджета Якутии на строительство сетей, которые Якутскэнерго получит в безвозмездное пользование. На наш взгляд, вероятность того, что в перспективе Якутскэнерго может лишиться «господдержки», довольно мала – риск того, что компания не сможет вовремя найти средства на оплату поставок топлива, грозит слишком существенными социальными последствиями.

Что касается долговой нагрузки, на конец 2006 года она находилась на довольно умеренном уровне: общий объем кредитов и займов – 3.8 млрд. руб., Debt/EBITDA – 2.3 (EBITDA с учетом дотаций из бюджета и традиционно большой для энергокомпаний амортизации превысила 1.6 млрд. руб.). На конец 2007 года объем финансового долга, по прогнозам менеджмента, не превысит 4.5 млрд. рублей. В то же время, относительно генерируемых денежных потоков долговая нагрузка, скорее всего, заметно ухудшится – компания прогнозирует снижение финансовых показателей по выручке и прибыли, связанное с эффектом от выделения активов и необычайно теплыми первыми месяцами года.

Наиболее сопоставимым аналогом для Якутскэнерго-2 из числа энергетических компаний можно считать близкий по дюрации выпуск Башкирэнерго-3: компания также не подлежит реформированию по стандартной схеме в силу своей независимости от ПАО ЕЭС. С точки зрения финансового состояния, Башкирэнерго выглядит предпочтительней: выручка

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Якутскэнерго-2

Размещение: 15 марта 2007

Объем: 1.2 млрд. руб.

Погашение: 10% через 3 года
10% через 4 года, 80% через 4 года

Оферта: через 2 года

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-4 приравняются первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: ТрансКредит-Банк

за 9 мес. 2006 – 24.5 млрд. руб., Debt/EBITDA – 1.16. И хотя разница в финансах для Якутскэнерго отчасти компенсируется фактором поддержки со стороны бюджета Якутии, мы полагаем, что справедливый спред между двумя выпусками должен быть не меньше 25-50 б.п. Учитывая доходность Башкирэнерго на уровне 8.55% к оферте на 12.03.2007 и премию за первичное размещение порядка 20 б.п., мы оцениваем справедливый диапазон доходности на аукционе по Якутскэнерго-2 на уровне 9% - 9.25%.

На 20 марта запланировано размещение ООО «КМПО – Финанс», SPV-компании ОАО «Казанское моторостроительное производственное объединение» (КМПО). Объем выпуска 1 млрд. руб. Срок до погашения 3 года, срок до оферты – 1.5 года.

Основой бизнеса КМПО является производство газотурбинных двигателей для компрессорных станций Единой системы газоснабжения РФ и стран СНГ. По итогам 9 мес. 2006 года данное направление обеспечило 77% выручки. Ключевым потребителем продукции КМПО являются транспортные «дочки» Газпрома (более 45% перекачивающих мощностей Газпрома приходится на продукцию КМПО). Помимо этого, стратегия компании предполагает расширение списка потребителей, как посредством участия в тендерах на поставку газоперекачивающих агрегатов в страны СНГ (в частности, Украину, Казахстан, Туркменистан), так и путем развития сотрудничества с турецкой компанией BOTAS и иранской Oil Turbo Compressor, принимающих участие в строительстве газопроводов в Турции и Иране.

Ключевой для компании рынок газотурбинного двигателестроения находится в стадии активного роста, поскольку помимо увеличения пропускной способности, которое может быть обеспечено лишь посредством развития производства газотурбинных агрегатов, Газпром нуждается еще и в общей модернизации действующего оборудования. С одной стороны, продукция КМПО не является уникальной, аналоги производят уже присутствующие на долгом рынке Пермские моторы, НПО Сатурн, Моторостроитель. Однако стратегия диверсификации поставщиков оборудования, которой придерживается Газпром, и масштабы неудовлетворенного спроса вселяет определенный оптимизм при оценке перспектив эмитента в данной области.

Помимо этого технологические особенности производственного процесса обеспечивают КМПО возможности для достаточно широкой диверсификации, которая также позволяет считать планы компании по развитию бизнеса и увеличению оборотов к 2010 году до 7 млрд. руб. как вполне достижимые. В частности, смежными производствами для газотурбинных агрегатов являются двигатели для авиации и энергетики, а также автокомпоненты и сельхозтехника. Среди обозначенных сегментов авиадвигателестроение имеет наиболее существенный вес в структуре выручки, по итогам 3 кварталов 2006 года – порядка 10%. При этом в силу того, что ассортимент ориентирован, главным образом, на гражданскую авиацию, которое в последнее время сложно охарактеризовать как процветающее. Вместе с тем доходы от авиакомплекса представляют собой достаточно стабильный поток, поскольку в значительной степени сформированы за счет технического сопровождения и ремонтов ранее поставленного оборудования.

В то же время по мере укрепления государственной заинтересованности в развитии отечественного авиационного комплекса эмитент имеет неплохой задел для расширения своего бизнеса в случае, если будет принято решение о его консолидации в составе государственного холдинга авиадвигателестроителей. Портфель наработок КМПО отличается от главных претендентов к участию в холдинге УМПО и НПО Сатурн и включает двигатели для средне- и дальнемагистральных самолетов большой пассажироплощадности, а также грузовых и военно-транспортных самолетов.

Как мы уже отмечали, на долгом рынке уже выделился сегмент компаний – отраслевых аналогов КМПО, которым эмитент уступает по масштабам бизнеса – выручка КМПО в 2006 году оценивается на уровне 4.1 млрд. руб. Вместе с тем, компания характеризуется достаточно устойчивым финансовым положением: стабильный рост оборотов – порядка 16% в год, довольно высокая норма прибыли – EBITDA margin по итогам 2006 года составила порядка 11%. Кроме того, от большинства представителей отрасли компанию выгодно отличает умеренная долговая нагрузка – соотношение Debt/EBITDA немногим больше 1, которая, хотя и усилится после размещения облигаций, но ожидается эмитентом на довольно низком по меркам отрасли уровне 3.5 (при среднеотраслевом порядке 5). Также среди плюсов эмитента можно выделить участие в капитале Правительства Татарстана (через ОАО «Связьинвестнефтехим», владеющее 43.95% акций, «золотая акция» Республики Татарстан), обеспечивающего, в частности, федеральную поддержку при финансировании проектов КМПО по производству авиадвигателей.

Резюмируя вышеизложенное, мы отмечаем, что ориентир доходности, анонсированный организаторами около 9.7% годовых к полуторалетней оферте, в полной мере компенси-

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

КМПО - Финанс

Размещение: 20 марта 2007

Объем: 1 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1.5 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-3 приравниваются первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организатор: Апор Инвест

рует скромные масштабы бизнеса КМПО. При этом, исходя из оценок существующих перспектив развития бизнеса КМПО, как по мере укрепления стратегического партнерства с Газпромом, так и по мере реализации потенциала компании в области авиадвигателестроения и других направлений диверсификации, мы достаточно оптимистично оцениваем возможность ценового апсайда данного выпуска в среднесрочной перспективе. Таким образом, участие в размещении облигаций КМПО выглядит, на наш взгляд, довольно интересным.

Во второй половине марта свой третий облигационный заем объемом 1.2 млрд. руб. планирует размещать ООО «АПК Аркада».

Группа компаний Аркада объединяет 7 элеваторов по хранению зерна, 3 макаронные фабрики, предприятие по производству гречневой крупы, мукомольный и пивоваренный завод, а также ряд закупочных и сбытовых компаний. Как и в случае первых двух займов, эмитентом является управляющая компания группы – ООО «АПК «Аркада», а в качестве поручителя выступает ООО «Агропромпроект», осуществляющее закупку и сбыт зерна и подсолнечника. Мы отмечаем, что данная структура выпуска несет в себе существенные риски для инвесторов, поскольку на эмитенте и поручителе отражается лишь часть денежных потоков Группы, при полном отсутствии на балансах компаний основных средств.

Группа компаний Аркада составляет консолидированную отчетность, компиляцию которой осуществляет Бейкер Тилли Русаудит. В течение последних нескольких лет Аркада демонстрирует динамичный рост выручки и рентабельности. Так, в 2005 году выручка составила 4.4 млрд. руб. (+50% от уровня 2004 г.), по предварительным прогнозам за 2006 г. – 7.1 млрд. руб. (+62%). В качестве основного фактора роста выручки Аркада выделяет увеличение масштабов операций по зернотрейдингу, в т.ч. за счет экстенсивного развития. За аналогичный период, с 2004 г. по 2006 г. рентабельность EBITDA увеличилась с 2.7% до 7.5%, при этом ее текущее значение соответствует среднему по отрасли уровню. Рост эффективности бизнеса произошел на фоне увеличения в структуре выручки доли продукции с высокой добавленной стоимостью (макаронны, гречневая крупа, мука) в результате приобретения ряда перерабатывающих предприятий пищевой промышленности, а также увеличения закупок зерна непосредственно у зернопроизводителей за счет снижения доли зернотрейдеров.

Активная скупка агропромышленных предприятий повлекла за собой рост финансового долга Аркады. Так, в 2006 году общий объем финансовых обязательств вырос на 89% до 2.5 млрд. руб. В то же время, вследствие более быстрых темпов роста денежных потоков (за аналогичный период EBITDA выросла в 2.5 раза), холдингу удалось снизить уровень долговой нагрузки: debt/EBITDA уменьшился с 6.2 до 4.7. В целом, для предприятий сельскохозяйственного сектора характерно высокое долговое бремя, при этом по сравнению с другими компаниями отрасли Аркада отличается более высокими показателями покрытия долга.

В результате размещения третьего займа на 1.2 млрд. руб., который планируется направить на рефинансирование текущей деятельности (70%), а также в развитие перерабатывающих направлений, debt/EBITDA вырастет, по нашим оценкам, до 5.4. Судя по невысоким темпам роста выручки, запланированным на 2007 год (+3.2% до 7.3 млрд. руб.), компания не планирует крупных приобретений в ближайшее время, что не потребует дополнительного привлечения существенного объема заемных средств. При этом, в качестве приоритетного направления развития выделяются рост объема производства продукции с высокой добавленной стоимостью, а также усиление вертикальной интеграции, что может положительно отразиться на рентабельности бизнеса. При условии консервативной финансовой политики компании, а также увеличения рентабельности EBITDA в текущем году до 7.7%, мы оцениваем debt/EBITDA на уровне 5.0-5.5 на конец 2007 года.

В настоящее время в обращении находятся два облигационных выпуска, которые характеризуются довольно высоким уровнем ликвидности и короткой дюрацией. Средний спрэд первого выпуска к ОФЗ за последние полгода составил 830 б.п., второго выпуска – 850 б.п. Высокий спрэд к ОФЗ обусловлен, на наш взгляд, существенными отраслевыми рисками, присущими сельскому хозяйству, невысоким кредитным качеством, характерным для большинства компаний отрасли, а также небольшой прозрачностью Группы компаний «Аркада». Приминяя во внимание премию за первичное размещение в размере 20 б.п., мы оцениваем спрэд третьего выпуска к ОФЗ в размере 860 б.п., что соответствует доходности к полуторалетней оферте на уровне 14.3% и соответствует верхней границе ориентира организатора.

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Аркада-3

Размещение: март 2007

Объем выпуска: 1.2 млрд. руб.

Погашение: 20% через 3 года
20% через 3.5 года, 60% через 4 года

Оферта: через 1.5 года

Купон: полугодовой, ставка 1 купона определяется на аукционе, ставка 2 и 3 купона равна первому, остальные устанавливает эмитент

Организатор: Ист Кэпитал

Во второй половине марта 2007 года ОАО «Кокс» (головная компания горно-металлургической Группы «Кокс») планирует размещать второй облигационный заем на 5 млрд. руб. сроком на 5 лет. По выпуску предусмотрена оферта через 3 года по цене 100% от номинала. Средства, полученные от размещения займа, планируется направить на рефинансирование текущего долга холдинга и увеличение доли ОАО «Кокс» в уставном капитале ОАО «Комбинат КМАруда» в случае достижения соглашения с действующими держателями акций.

Мы оцениваем эмитента как качественного заемщика – Группа «Кокс» реализует продуманную стратегию развития, сопряженную с умеренными рисками. Объединение в рамках холдинга предприятий полного технологического цикла позволяет создавать металлургическую продукцию с наибольшей добавленной стоимостью, а также снижает операционные риски промежуточных производств. Кроме того, усиление диверсификации бизнеса, в том числе за счет дивизиона цветных металлов, снижает зависимость доходов Группы от конъюнктуры отдельных рынков сбыта. В то же время, процесс вертикальной интеграции еще не доведен до конца. Для его завершения Группе потребуются большие объемы инвестиций, эффект от которых проявится только через несколько лет. К тому же, в связи с тем, что значительная часть конечной продукции холдинга реализуется за пределами России, «Кокс» имеет определенные риски, связанные с конъюнктурой мирового рынка стали, на которой может негативно сказаться рост предложения в Азиатских странах, в том числе, в Китае.

Группа «Кокс» отличается довольно простой организационной структурой: управление осуществляется ООО УК «ПМХ», а ОАО «Кокс» является холдинговой компанией - на ней консолидированы все принадлежащие Группе активы, которые делятся на три дивизиона: угледобыча и коксохимия, черная металлургия, цветная металлургия.

ОАО «Кокс» производит конечный продукт первого дивизиона (кокс), который полностью потребляется металлургическими предприятиями Группы, обеспечивая 90% их потребностей. При этом сама Компания обеспечена собственным сырьем (коксующимся углем) только на треть, что, наряду с волатильностью цен на это сырье, обусловленной циклическими колебаниями на мировых рынках стали, является основным фактором риска. Однако влияние указанных факторов на общее финансовое положение Группы ограничено сравнительно невысокой долей кокса в общих доходах (22% выручки, 26% прибыли в 2006г.). Кроме того, как плюс, стоит отметить завершенность производственной структуры ОАО «Кокс», достигнутой после запуска 4-й коксовой батареи, благодаря которой мощности Компании по переработке коксующихся углей увеличатся на 38.5% до 3.6 млн. тонн в год.

Ключевым предприятием дивизиона черной металлургии является ОАО «Тулачермет» - крупный производитель (более 3 млн. тонн в год) и крупнейший в стране экспортер чугуна (в 2006г. 42% в российский экспорт чугуна). Результаты предприятия не консолидируются в отчетность Группы (ОАО «Кокс» владеет 33.28% его акций). В отношении развития дивизиона также стоит отметить повышение его сырьевой независимости. В 2006г. холдинг приобрел 60% акций ОАО «Комбинат КМАруда», обеспечивающего более 50% потребности «Тулачермет» в железнорудном концентрате.

Позитивным моментом развития дивизиона цветной металлургии стало то, что в 2006г. Группа завершила консолидацию высоколиквидных никелевых активов, доведя свои доли в ЗАО «Режникель» и ОАО «Уфаленикель» до 100% и 83.6% соответственно. Помимо никеля, в дивизионе производятся ванадий, молибденовые, хромовые изделия, ферросплавы.

В начале марта текущего года «Кокс» заключил сделку по приобретению 55% акций словенской стальной группы SIJ (Slovenska industrija jekla), состоящей из 7 сталелитейных компаний с общим объемом производства 500 тыс. тонн стали в год. Помимо 105 млн. евро, которые будут заплачены за акции SIJ, «Кокс» обязался в течение трех лет потратить на ее развитие еще 205 млн. евро. Сейчас SIJ испытывает снижение прибыли (с 23.5 млн. евро в 2005г. до 22.7 млн. евро в 2006г.), связанное с ростом цен на некоторые виды сырья, в том числе на никель. Однако эту проблему «Кокс» намерен решить за счет увеличения объемов поставок и сбыта никеля и другой продукции холдинга предприятиям SIJ, что позволит увеличить их производство и поднять рентабельность за счет концентрации на более прибыльных марках стали. В частности, за 5 лет Группа планирует удвоить объемы производства никеля, которые полностью пойдут на SIJ, что позволит последнему увеличить выпуск на 25%.

Тем не менее, несмотря на то, что перспективы группы «Кокс» в свете сделанных приобретений выглядят весьма оптимистично, в картине, описывающей ее текущее состояние, ярких красок немного меньше. Согласно проформе отчетности по МСФО, за 9 месяцев 2006г. выручка Группы составила 17.9 млрд. руб. (рост 7%), а чистая прибыль упала на 57% до 1455 млн. руб. по сравнению с уровнем 9 месяцев 2005г., главным образом за счет сни-

Даниил Иванов.
daniil.ivanov@zenit.ru

Кокс-2

Размещение: март 2007

Объем: 5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет (3 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 приравниваются первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

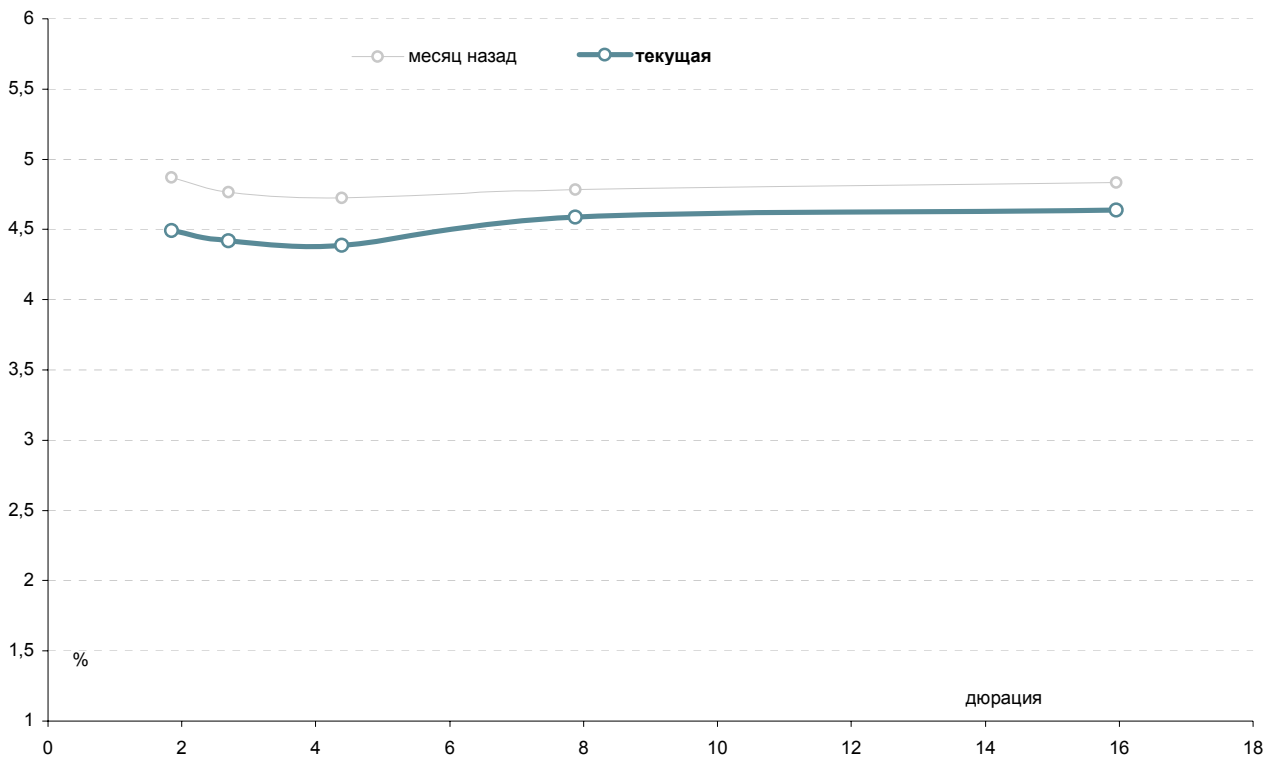
Организатор: ВТБ, Райффайзенбанк

жения цен на ванадий и продукцию дивизиона «коксохимия и угледобыча». Кроме того, в 2006г. для консолидации предприятий были привлечены большие объемы заемных средств, в результате чего долг Компании по итогам 9 месяцев 2006г. составил 11.2 млрд. руб., увеличившись по сравнению с 9 месяцами 2005г. в 4 раза. Это нашло отражение и в показателях покрытия: отношение Debt/EBITDA составило 1.91 (против 0.51 в 2005г.), покрытие процентных платежей за счет EBITDA – 10.51 (33.9 в 2005г.). С учетом второго выпуска облигаций и заемных средств на покупку SIJ, Debt/EBITDA в 2007г. прогнозируется на уровне 2.2.

Оценка уровня справедливой доходности по второму выпуску ОАО «Кокс» построена организаторами на основе котировок первого выпуска (спрэд к ОФЗ 255 б.п.) и с учетом премии в 25-50 б.п. составляет 8.95-9.2% годовых. На наш взгляд, Группа компаний «Кокс», несмотря на скромные финансовые результаты за 9 месяцев 2006г., сохраняет хорошее кредитное качество, основными составляющими которого являются диверсифицированность источников доходов, высокая степень вертикальной интеграции, позволяющая получать высокую добавленную стоимость от конечной продукции, а также выход на перспективные европейские рынки сбыта благодаря приобретению SIJ. Исходя из этого, мы полагаем, что предложенный организаторами уровень доходности делает облигации Кокс-2 привлекательными для покупки.

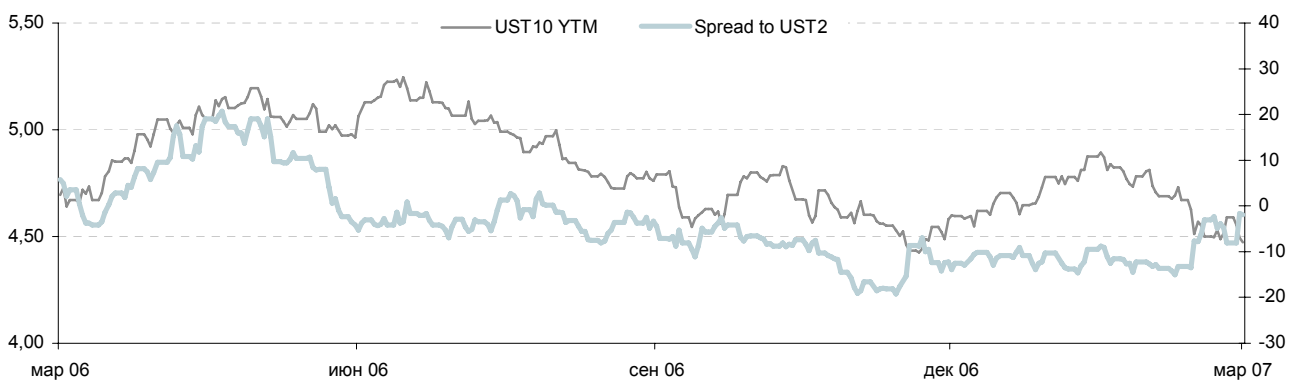
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



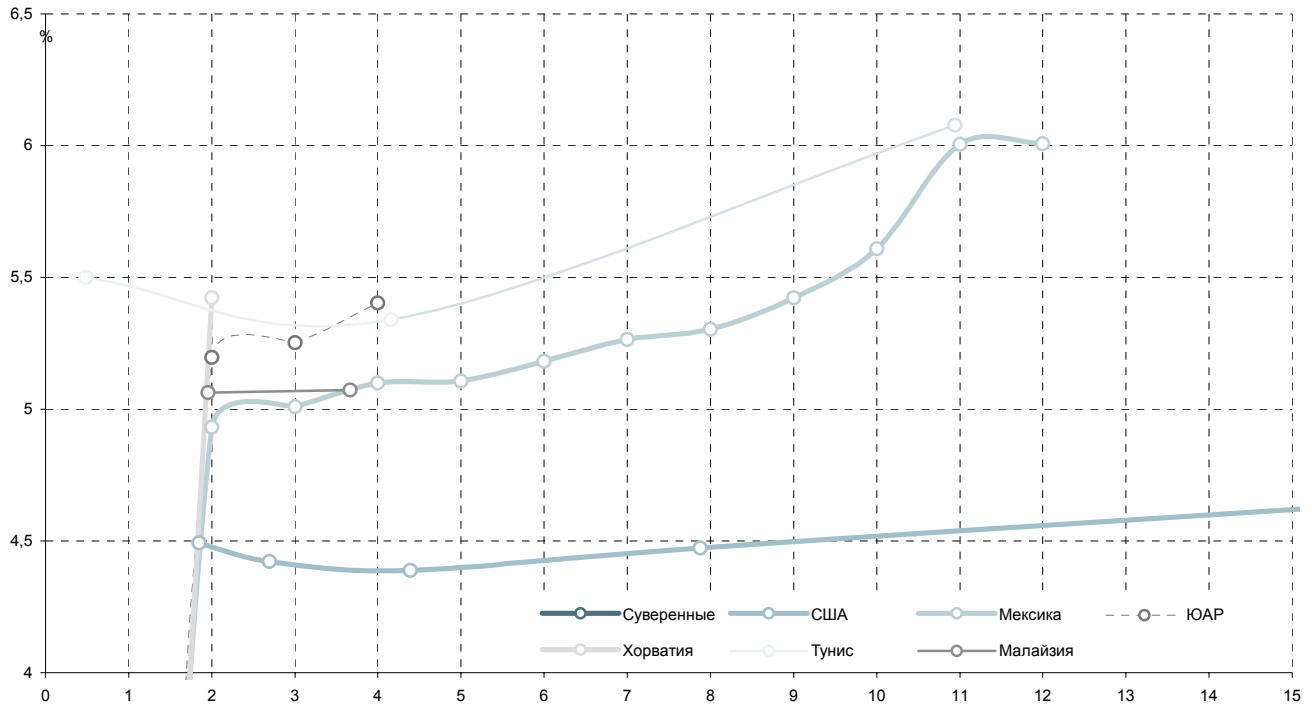
Источник: Bloomberg

Динамика доходности UST10 и спреда к UST2



Источник: Bloomberg

Кривая доходности российских еврооблигаций в сравнении с другими странами с инвестиционным рейтингом начального уровня



Источник: Bloomberg

Котировки российских еврооблигаций

	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,000	Baa2/BBB+/BBB+	101,20	101,25	5,26	0,27	21
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,250	Baa2/BBB+/BBB+	104,23	104,33	5,22	1,38	225
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,000	Baa2/BBB+/BBB+	144,58	144,88	5,62	7,26	113
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,750	Baa2/BBB+/BBB+	181,73	181,98	5,93	10,25	136
Russia-30 \$	3/31/2030	20 310	5,000	Baa2/BBB+/BBB+	113,45	113,55	5,65	6,96	107
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,000	BBB+/BBB+	98,21	98,31	5,75	0,63	74
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	97,03	97,13	5,68	1,06	79
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,000	Baa2/BBB+/BBB+	90,84	91,04	5,50	3,65	102
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Aaa/AAA	101,91	102,01	3,93	0,10	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,750	Aaa/AAA	108,63	108,88	4,12	2,31	25
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,600	Aaa/AAA	128,58	128,83	5,01	5,53	58
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,450	Baa1/-/BBB+	106,79	107,14	4,71	3,84	85
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,125	BBB	100,36	100,39	5,16	0,10	10
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,500	BBB	112,19	112,49	5,33	2,21	88
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,800	BBB/BBB-	110,03	110,29	4,60	3,00	74
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,625	BBB	118,87	119,12	5,80	4,63	140
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,875	A3	104,16	104,46	5,21	6,17	133
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,201	BBB+/BBB	105,60	105,77	6,54	8,38	204
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,625	A3/BBB/BBB-	129,05	129,25	6,36	11,86	174
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,750	Ba2/BB+	108,66	108,96	5,59	1,64	105
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,000	Baa2/BB+/BBB-	103,10	103,26	5,76	0,59	75
TNK-11 \$	7/18/2011	500	6,875	Baa2/BB+/BBB-	102,95	103,20	6,05	3,68	165
TNK-16 \$	7/18/2016	1 000	7,500	Baa2/BB+/BBB-	105,94	106,19	6,62	6,66	215
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,750	Ba3/BB-	103,25	103,38	5,75	0,82	82
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,375	Ba3/BB-	106,17	106,42	6,37	2,98	196
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,000	Ba3/BB-	105,99	106,24	6,51	3,97	212
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,000	Ba2/BB+	107,86	108,11	6,13	1,97	165
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,000	Ba2/BB+	104,33	104,58	6,29	2,55	186
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,375	Ba2/BB+	107,22	107,47	6,50	3,69	210
Vimpelcom-16 \$	5/23/2016	600	8,250	Ba2/BB+	107,01	107,26	7,17	6,32	271
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,000	Ba3/BB	104,10	104,35	6,28	2,38	185
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,250	B+/B+	104,08	104,24	6,16	0,97	132
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,875	B3/B+/B+	105,81	106,19	7,07	3,22	266
Sitronics-09 \$	3/2/2009	200	7,875	(P)B3/-/B-	100,59	100,84	7,47	1,78	298
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,125	Baa2/BBB-	103,06	103,31	5,76	2,23	130
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,000	Ba3/BB/BB	102,42	102,65	6,29	1,43	166
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,625	B1/BB-	103,91	104,19	6,36	1,76	186
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,250	B1/BB-/BB-	108,33	108,83	7,66	5,05	323
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,500	B2/B+	101,75	101,92	6,83	1,08	203
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,125	Ba2/BB-	102,44	102,60	5,78	1,04	96
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,875	Ba2/BB-	115,43	115,68	6,28	5,55	185
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,875	B1/BB	109,54	109,66	6,44	2,074	198
Evrzholding-15 \$	11/10/2015	750	8,250	B2/BB	102,89	103,14	7,76	5,977	331
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,000	-/-	99,97	100,05	8,82	0,308	376
Amtel-07	6/30/2007	175	9,000	-/-	-	-	-	-	-
SINEK-15	8/3/2015	250	7,700	Ba1/BB+	102,23	102,48	7,32	6,07	287
Banks									
Sberbank-15	2/11/2015	1 000	6,230	A2/BBB	101,65	101,90	6,62	2,61	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,875	A2/BBB+	101,96	102,15	5,60	1,59	103
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,500	A2/BBB+	107,07	107,32	5,69	3,75	129
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,315	A2/BBB	102,74	102,99	6,70	2,59	80
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,250	A2/BBB+	103,04	103,29	6,02	13,24	139
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,250	A3/BBB-	102,34	102,44	5,67	1,47	105
Gazprombank-15 \$	9/23/2015	1 000	6,500	WR/NR	100,51	100,76	6,40	6,27	195
Absolut-09 \$	4/7/2009	200	8,750	B1/-/B	100,26	100,51	8,54	1,77	405
Ak Bars-08 \$	10/27/2008	175	8,000	Ba3/-/BB-	99,93	100,15	7,96	1,44	334
Alfa Bank-08 \$	7/2/2008	250	7,750	Ba2/BB/BB-	100,64	100,89	7,11	1,19	235
Alfa Bank-15 \$	12/9/2015	225	8,625	Ba3/B+/B+	100,20	100,45	9,56	3,06	411
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,000	A3/-/BBB	104,99	105,24	5,79	2,20	134
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,375	A3/-/BBB	104,44	104,69	5,97	3,14	156
Bank of Moscow-13 \$	5/13/2013	500	7,335	A3/-/BBB	104,23	104,47	6,47	4,81	206
ICB-08 \$	7/29/2008	300	6,875	A2/-/BBB	101,26	101,45	5,82	1,28	109
ICB-15 \$	9/29/2015	400	6,200	A3/-/BBB	100,45	100,70	6,92	3,05	160
MDM-11 \$	7/21/2011	200	9,750	Ba3/B/B+	103,99	104,37	8,57	3,46	417
Nomos-09 \$	5/12/2009	150	8,250	Ba3/B+	100,27	100,66	8,00	1,88	352
Petrocommerce-09 \$	3/27/2009	225	8,000	Ba3/B+	99,55	99,91	8,15	1,77	366
Romsviaz-10 \$	10/4/2010	200	8,750	Ba3/B+	100,73	100,98	8,47	2,88	405
Rusagrobank-10 \$	11/29/2010	350	6,875	A3/BBB+	103,16	103,41	5,87	3,18	146

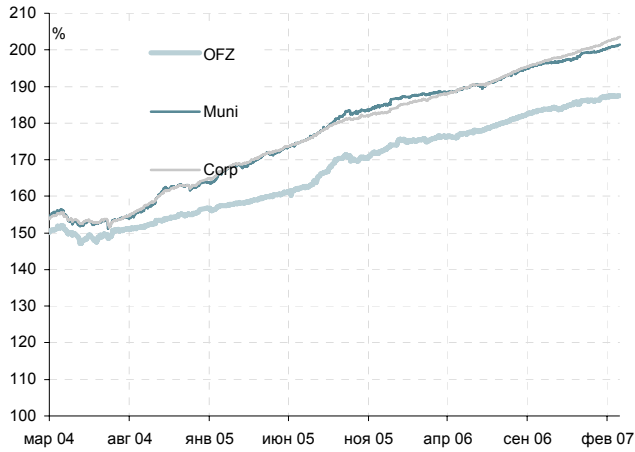
Rusagrobank-13 \$	5/16/2013	700	7,175	A3/BBB+	105,47	105,72	6,07	4,86	166
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,750	Ba2/B+	100,18	100,20	5,75	0,07	69
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	100,27	100,40	7,13	0,49	207
Russian Standard-08 \$	4/21/2008	300	8,125	Ba2/B+	100,37	100,52	7,68	0,99	284
Russian Standard-10 \$	10/7/2010	500	7,500	Ba2/B+	96,11	96,36	8,75	2,94	434
Russian Standard-11 \$	5/5/2011	350	8,625	Ba2/B+	98,98	99,23	8,88	3,30	448
Russian Standard-15 \$	12/16/2015	200	8,875	Ba3/B-	97,69	97,94	9,95	3,04	516
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,750	Ba3/BB-	103,63	103,88	8,08	2,17	371

Источник: Bloomberg

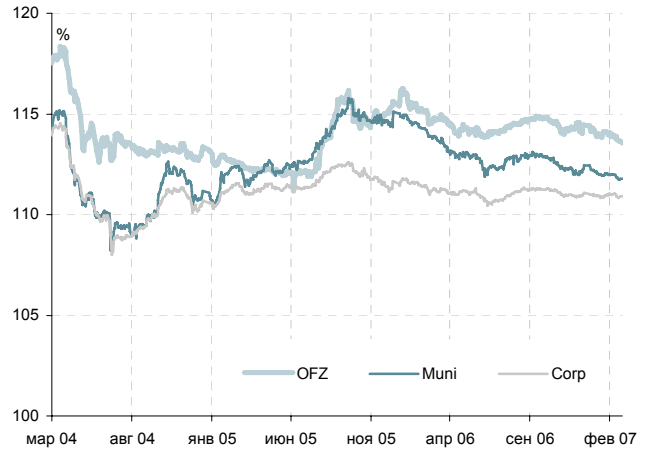
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

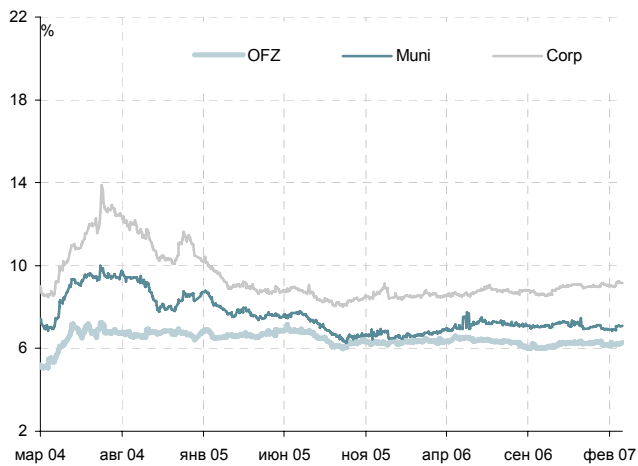
Индекс совокупного дохода



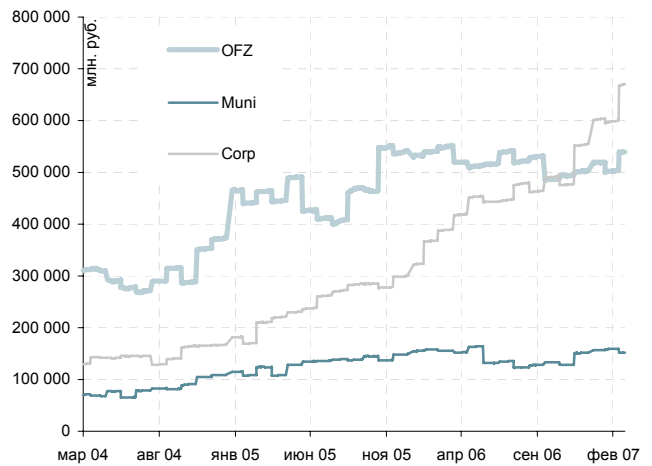
Индекс цен



Динамика доходности



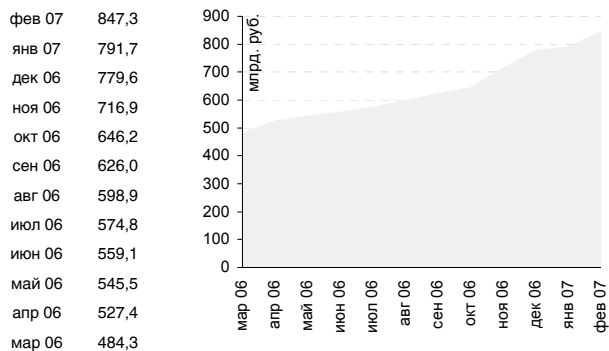
Динамика капитализации



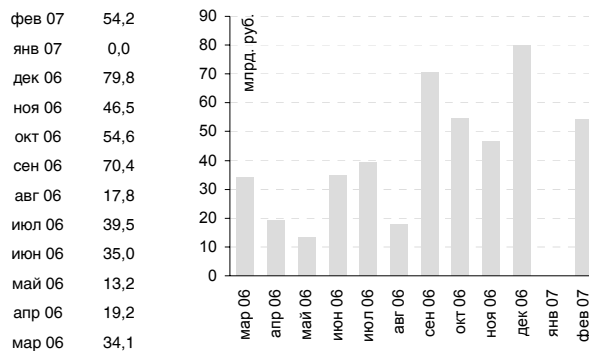
Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytics/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

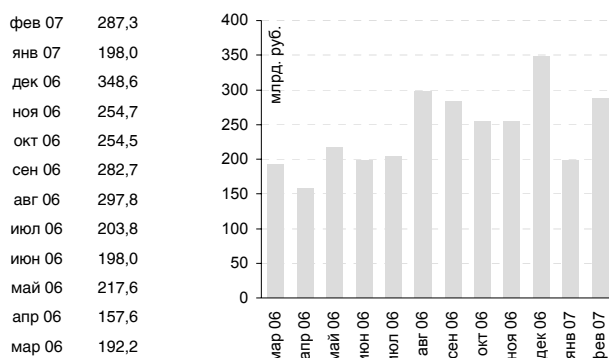
Емкость рынка*



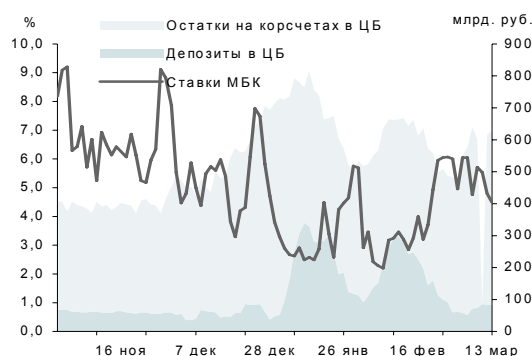
Первичные размещения



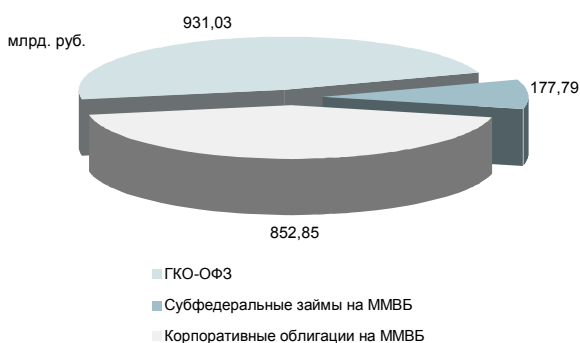
Биржевой оборот** (ММВБ)



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

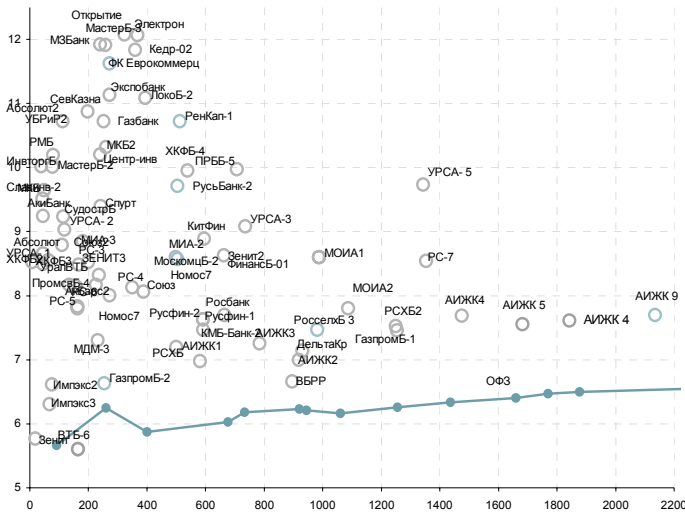
Примечания к таблице:

* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

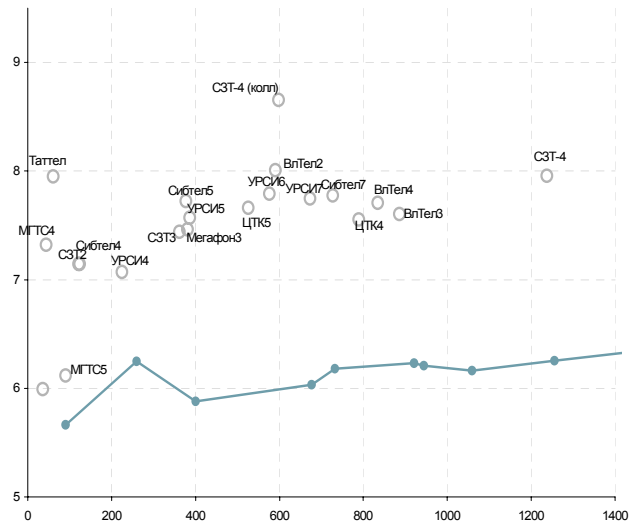
** В объеме торгов учитываются только выпуски, включенные в емкость рынка

Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

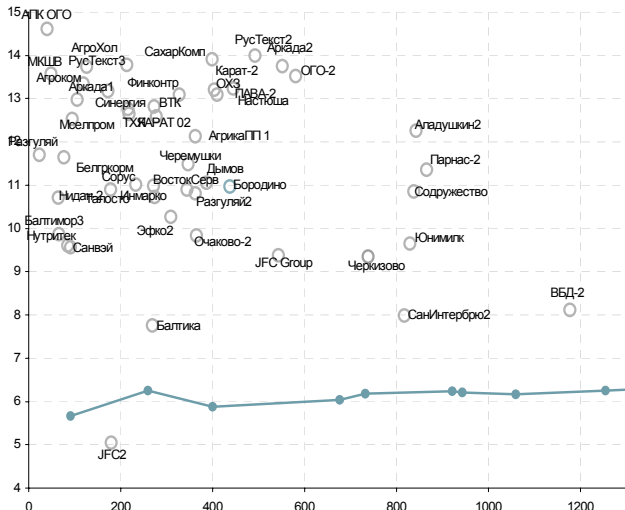
Банки, финансовые услуги



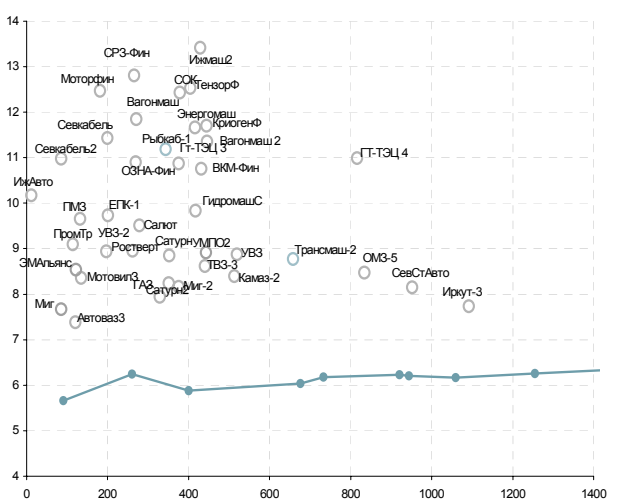
Телекоммуникации



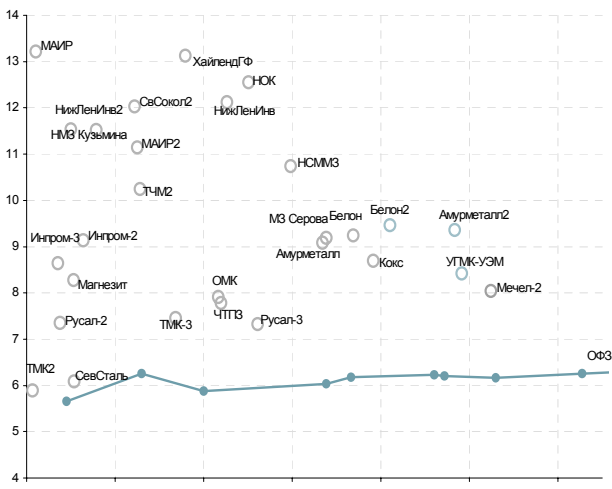
Пищевая промышленность, АПК, легкая промышленность



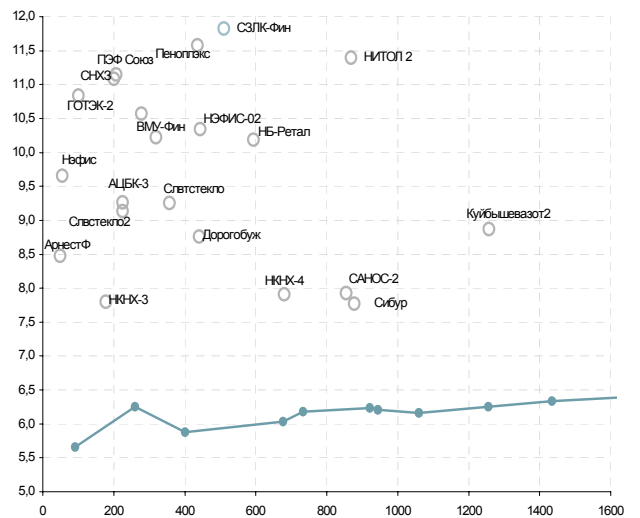
Машиностроение



Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



Химическая промышленность, ЛПК



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

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.