

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ежемесячный обзор

Содержание:

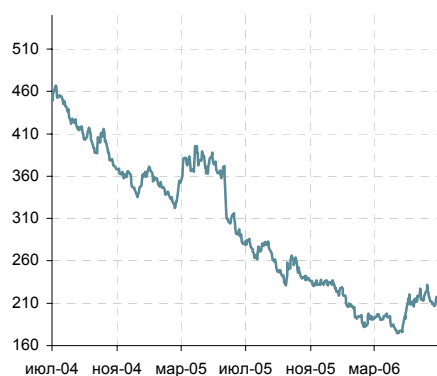
США	2
Еврооблигации России	4
Первичные размещения	6
Приложение	10

Мы полагаем, что ФРС повысит ставку в августе и перейдет к мониторингу ситуации при сложившемся уровне ставки. При этом мы не исключаем, что в случае острой необходимости регулятор, возможно, еще раз прибавит 25 б.п., в связи с чем к концу года ставка составит 5.5-5.75%. С учетом этого, целевой диапазон для доходностей казначейских бумаг составляет 5.3-5.5%.

Мы по-прежнему ожидаем, что по факту полного расчета с Парижским клубом российский спрэд сможет сузиться до 80-90 б.п., поэтому сохраняем рекомендацию по удерживанию в нем длинных позиций.

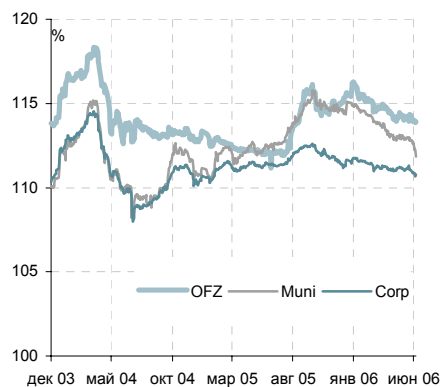
Предстоящие размещения: Кора, Кокс, Городской супермаркет (Азбука Вкуса).

Динамика EMBIG Sovereign Spread



Источник: J.P. Morgan

Динамика ценовых индексов ZETBI



Источник: Банк ЗЕНИТ

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

www.zenit.ru

США

Возлагавшиеся на вторую половину июня надежды по прояснению ситуации на рынке казначейских бумаг оправдались лишь отчасти. Индексы цен потребителей и производителей выросли в мае на 0.3% (ожидания 0.2%), тем самым, сняв все вопросы по повышению ставки на июньском заседании и существенно повысив вероятность следующих 25 б.п. в августе. Столь сильный рост инфляции пришелся инвесторам явно не по душе, в связи с чем присутствовавший до этого спрос на высоконадежные бумаги резко иссяк: Treasuries принялись отыгрывать новый уровень ставки, и доходности превышали 5.2%. Однако результаты заседания позитивно сказались на рынке казначейских бумаг, позволив отвоювать утраченные было позиции.

В итоговом протоколе ФРС прогнозируемо отметила некоторое замедление экономики, а также резкий скачок базовой инфляции. Вместе с тем, регулятор внес ряд изменений в часть, описывающую дальнейшую политику ФРС. По мнению чиновников, хотя замедление экономики будет способствовать ослаблению инфляционной угрозы, некоторые риски сохраняются. Но необходимость и сроки дальнейшего ужесточения политики будут зависеть от экономической и инфляционной ситуации. Участники рынка позитивно расценили смену тона, почувствовав желание ФРС более тщательно следить за темпами экономического роста, что, в случае их резкого замедления, означало бы возможность паузы. Однако подобная точка зрения не совсем оправдана: на наш взгляд, расстановка сил осталась прежней – ведь действия регулятора по-прежнему будут зависеть от выходящей статистики. Более того, по нашему мнению, подобные изменения только увеличивают волатильность рынка: инвесторы вынуждены повысить чувствительность к данным, свидетельствующим о темпах экономического роста. Однако здесь их ждет разочарование - экономические условия в стране пока позволяют чиновникам продолжать сражение за ценовую стабильность.

В качестве одного из ключевых аргументов в пользу остановки цикла повышения ставки инвесторы и мы, в том числе, приводили рынок недвижимости: данные за конец 2005 - начало 2006 создавали для этого благодатную почву. Однако последние цифры дают основания говорить пока лишь о постепенном сокращении строительной активности на фоне продолжающегося роста ипотечных ставок. При этом стоит отметить тот факт, что цены на дома остаются вблизи исторических максимумов, а на вторичном рынке даже возобновили рост. Это, в свою очередь, означает, во-первых, добавочное инфляционное давление (около 30% CPI так или иначе связано с недвижимостью) и, во-вторых, сохранение привлекательности недвижимости как инвестиционного инструмента, что может на фоне рекордных ростов оплаты труда оказывать поддержку строительному сектору в ближайшей перспективе.

Рынок новостроек США



Источник: Bloomberg

Рынок вторичного жилья США



Источник: Bloomberg

По сути, развитие ситуации на рынке недвижимости - «зеркало» всего происходящего в экономике: Примером тому может служить сопоставление макростатистики, с которой мы подходили к заседаниям ФРС в текущем году.

	31-январь	28-февраль	10-май	29-июнь	08-август
Retail sales ex auto, y/y	5,8	9,4	8	7,6	5,9
Durable Goods, y/y	14,1	6,4	17,5	3,4	
ISM Manufact.	55,6	54,8	57,3	54,4	53,8
ISM Non-Manufacturing	61	56,8	63	60,1	57
Payrolls	145	154	112	92	121
Unemployment Rate	4,9	4,7	4,7	4,6	4,6
Claims	286	301	318	309	313
Exist. Home sales (annual)	6,75	6,57	6,9	6,67	
Michigan Confidence	91	87	87	85	83
Core CPI, m/m	0,1	0,2	0,3	0,3	
Core CPI, y/y	2,2	2,1	2,1	2,4	
Core PPI, m/m	0	0,4	0,1	0,3	
Core PPI, y/y	1,4	1,3	1,7	1,5	
Av.hour earning, m/m	0,4	0,3	0,6	0,1	0,5
Av.hour earning, y/y	3,2	3,3	3,8	3,7	3,9

Источник: Bloomberg

Если не принимать во внимание сохраняющийся рекордно низким уровень безработицы, то в целом можно говорить о снижении темпов роста. Однако достаточно плавное замедление экономики на фоне резкого роста инфляции расставляет акценты в пользу повышения ставки. При этом даже если июньская инфляция замедлится, вряд ли данный факт придаст регулятору успокоение и заставит его сделать остановку уже в августе. Поэтому казначейским бумагам не остается ничего другого как рано или поздно возобновить падение. С учетом августовского повышения, мы полагаем, что по мере укрепления веры в факт 5.5%, доходности Treasuries будут стремиться к данному уровню. При этом доходности коротких бумаг продолжат расти опережающими темпами, в связи с чем инверсия кривой в ее текущем виде, скорее всего, будет сохраняться.

Стоит признать, что в условиях высокой зависимости от выходящих данных, долгосрочная динамика остается тяжело прогнозируемой. Очевидно одно: с каждым повышением ставки вероятность более глубокого проседания экономики значительно возрастает. В связи с этим мы полагаем, что регулятор после августовского повышения может перейти к мониторингу ситуации при текущем уровне ставки, иными словами сделать ряд пауз. В то же время, не стоит исключать вариант того, что на одном из последующих трех заседаний чиновники в случае острой необходимости могут повысить ставку еще раз, и, таким образом, к концу года она достигнет уровня 5.5-5.75%. С учетом этого, целевой диапазон для доходностей казначейских бумаг составляет 5.3-5.5%.

Еврооблигации России

По мере приближения июньского заседания аппетиты к рисковому активу продолжали сокращаться, и спрэд EMBIG достигал 232 б.п., максимального с начала года уровня. Однако последовавшее после заседания ФРС снижение доходностей базовых активов позволило развивающимся рынкам восстановить утраченные позиции, и спрэд EMBIG по итогам месяца остался на уровне 215 б.п. На этом фоне отдельные страновые индексы вели себя хуже рынка. Аутсайдером месяца стал турецкий сегмент, расширивший спрэд на 40 б.п. до 290 б.п. (максимум 328 б.п.): проблемы вступления в ЕС и роста инфляции встали с новой силой, к чему добавился фактор военных действий на Ближнем Востоке.

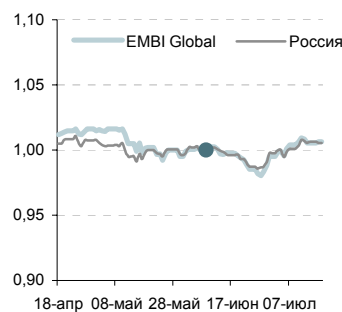
События в российских еврооблигациях не отличались кардинально от глобального сценария на развивающихся рынках. Россия-30 выросла за месяц на 130 б.п. до 107.3% (УТМ 6.29%), при этом спрэд к 10-летним казначейским бумагам сохранил за собой диапазон 120-125 б.п. Главной новостью для российского сегмента стало подписание с Парижским клубом соглашения о досрочном погашении долга, причем, что неожиданно, правительство договорилось о выплате всей суммы \$21.3 млрд. и премии в размере \$1 млрд. Большая часть дополнительных выплат (около \$700 млн.) достанется главному кредитору Германии, компенсируя тем самым затраты германского правительства в обслуживании секьюритизированной части долга – Aries. Таким образом, данные бумаги становятся полностью германским риском. Сейчас доходность долларового выпуска с погашением в 2014 году составляет 5.77%, в то время как доходность выпуска KfW (SPV Германии для выпуска внешнего долга) аналогичной дюрации составляет 5.4%. Однако вряд ли данные бумаги будут торговаться на одном уровне, поскольку в случае дефолта по Aries гарантии правительства распространяются лишь на 20% выплат. Поэтому, на наш взгляд, потенциал снижения доходности Aries-14 с текущего уровня ограничен 15-20 б.п. Тем не менее, общий фон от соглашения с Парижским клубом весьма позитивный: выплата всей суммы повышает вероятность апгрейда суверенного рейтинга. Хотя S&P уже заявило о том, что рейтинги России остаются на прежнем уровне, это неудивительно - самое консервативное из трех агентств, видимо, и в этот раз сделает свой шаг последним. Мы же ожидаем, что Moody's или Fitch могут по завершению всех расчетов повысить рейтинг на одну ступень. Учитывая, что, по заявлениям правительства, выплаты будут завершены до 21 августа, действия агентств, вероятно, придутся либо на последние дни лета, либо уже на сентябрь, что немного не соответствует нашим прежним временным прогнозам (июль-август). Тем не менее, мы по-прежнему ожидаем, что на волне позитивных настроений российский спрэд сможет сузиться до 80-90 б.п., поэтому сохраняем рекомендацию по удерживанию в нем длинных позиций.

Основной характеристикой корпоративного сектора на протяжении месяца оставалась низкая активность, обусловленная нежеланием инвесторов совершать операции в условиях высокой неопределенности на мировых рынках долга. В результате спрэд индекса RUBI расширился на 12 б.п. до 228 б.п. Аутсайдером июня стал лидер предыдущего месяца Северсталь: затягивание процесса объединения с Arcelor, а затем и полный отказ последнего в пользу предложения Mittal, вернули котировки еврооблигаций российского металлурга на предшествующие объявлению о слиянии уровни. Совокупный убыток по Северстали-14 (- 4 п.п.) составил 64% годовых, Северстали-09 – 17% годовых.

Первая половина июля прошла для еврооблигаций в более радужных тонах, чему в немалой степени способствовал ряд повышений корпоративных рейтингов и пересмотра их прогнозов. S&P и Moody's повысили рейтинги ТНК-ВР до «BB+» и «Baa2» соответственно, Moody's - ХКФ-Банку до «В», Fitch - Газпрому до «BBB-», S&P Татарстану с «В» до «BB-», а также изменило прогноз по Банку Русский Стандарт на «позитивный».

Стабилизация долговых рынков, наступившая в начале июля, позитивно сказалась на первичном рынке: новые эмитенты и компании, откладывая до этого займ, решили не терять время даром. ТНК-ВР (BB+/Baa2/BB+) разместила сразу два транша – 5-летний объемом \$500 млн. с купоном 6.875% (цена размещения 99.559%) и 10-летний на \$1 млрд. с купоном 7.5% (цена размещения 99.626%), установив при этом рекорд по объему выпуска среди российских частных компаний. Очевидно, что наилучшим аналогом для сравнения является кривая Газпрома. Исходя из того, что выпуск с погашением в 2007 году торгуется к квазисуверенному Газпрому с премией порядка 60 б.п., наши оценки справедливых доходностей предполагаемых выпусков составляли 7.1% и 7.4% соответственно. В этой связи незначительный апсайд имеет лишь ТНК-16, однако потенциал снижения доходности не превышает 10 б.п. Гораздо интереснее, на наш взгляд, второе размещение - 5-летний выпуск субординированных бумаг МДМ-банка с доходностью 9.75%. Мы полагаем, что данный выпуск должен торговаться к еврооблигации Альфа-банка с аналогичной структурой и близкой дюрацией с премией не больше 50 б.п., в связи с чем его доходность должна составлять

Динамика EMBIG Russia



Источник: J.P. Morgan

Динамика индексов EMBIG в прошедшем месяце

Страна	изм., %	спрэд	изм.
Composite	0,6%	216	-3
Argentina	-0,2%	384	5
Brazil	2,2%	250	-17
Bulgaria	-0,2%	96	5
Chile	0,5%	82	-1
China	-0,1%	65	3
Columbia	-0,9%	244	22
Ecuador	0,9%	502	-3
Hungary	0,6%	73	-3
Malaysia	-0,1%	95	6
Mexico	2,1%	138	-25
Morocco	1,0%	50	-31
Nigeria	0,9%	273	20
Peru	0,7%	206	-3
Philippines	0,8%	263	-6
Poland	-0,2%	68	4
Russia	0,6%	124	-4
South Africa	-0,7%	115	18
Turkey	-2,4%	292	43
Ukraine	0,0%	257	9
Uruguay	0,4%	287	-2
Venezuela	0,7%	220	-2

Источник: J.P. Morgan

9.4-9.5%.

В целом ситуация остается достаточно напряженной – любые сигналы об инфляционном давлении в США способны разрушить казалось бы наступившее равновесие. В связи с этим открытие среднесрочных позиций по-прежнему представляется нам достаточно рискованным. Поэтому мы рекомендуем инвесторам по возможности использовать спредовые тактики. После повышения агентством S&P рейтинга Татарстана сразу на две ступени до «BB-» нам предоставляется интересным покупка спреда Синика-15 к России-30, расширившегося в июне со 150 б.п. до 190 б.п. Мы также рекомендуем спред Банка РусСтандарт-11 к РусСтандарт-10 – спред 50 б.п. при небольшом отличии в дюрации кажется нам достаточно привлекательным.

Прошедшие размещения

Дата размещения	Эмитент	Сумма, млн.руб.	Срок до погашения / oferty	Доходность к погашению / ofercie, % годовых	Прогноз организатора	Спрос, млн. руб.	Организатор/Синдикат по размещению
14 июн	Банк Санкт-Петербург	1 000	3 года / 1 год	- / 9.95%	н/д	1 285	Промышленно-строительный банк, Балтийское Финансовое Агентство / АБН АМРО Банк, АБ Россия, Инвестсбербанк, ММБ, Россельхозбанк, Экспобанк
15 июн	УЗПС-1	1 500	4 года / 2 года	- / 12.36%	н/д	н/д	Альфа-Банк /
15 июн	Метар-Финанс	500	4 года / 2 года	- / 13.37%	н/д	590	ИК Ист Кэпитал / Номос-Банк, Норд-Капитал, ИФК Алемар, Апор Инвест, Москоммерцбанк, Транскапиталбанк
20 июн	Номос-Банк-7	3 000	3 года / 1.5 года	- / 8.42%	8.35% - 8.42%	3 515	Номос-Банк / ВТБ, Внешэкономбанк, ММБ, Райффайзенбанк, Связь-Банк, Банк проектного финансирования, ИФК РИГ групп-Финанс, Россельхозбанк, КБ Агропромкредит, КБ Структура, Татфондбанк
20 июн	Натур-Продукт-Инвест-2	1 000	3 года / 1.5 года	- / 11.04%	10.6% - 11.1%	1 300	Райффайзенбанк / Еврофинанс-Моснарбанк, ММБ, ПСБ, Номос-Банк, РИГ групп-Финанс, Банк Веста
20 июн - 29 июн	Камская долина-Финанс-3	500	3 года / 1 год / 2 года	- / 14.20%	н/д	н/д	ИФК Алемар / ФК Уралсиб
21 июн	Мечел-2	5 000	7 лет / 4 года	- / 8.58%	8.25% - 8.5%	5 440	Газпромбанк / ВТБ, Дойчебанк, Райффайзенбанк, Альфа-Банк, Банк Москвы, Коммерцбанк (Евразия), РИГ групп-Финанс, Ренессанс Капитал, АйСиАйСиАй Банк Евразия, МКБ
21 июн	АиФ-МедиаПресса-финанс-1	1 500	3 года / 1.5 года	- / 12.1%	н/д	н/д	Промсвязьбанк / Росбанк, Русс-Инвест, Транскапиталбанк, Траст, Номос-Банк, Норд-Капитал, Орггрэсбанк, Московский ф-л Урал ФД
22 июн	Глобус-Лизинг-Финанс-4	500	3 года	13.11%	н/д	521.515	Сбербанк РФ - Северо-Западный банк / АБ Россия
23 июн	ТВЗ-3	1 000	4 года / 2 года	- / 9.46%	9.4% - 9.7%	1 856.19	Райффайзенбанк, ТрансКредитБанк / Дойче Банк, Банк Москвы, ВТБ Розничные услуги, Росбанк
23 июн	Арбат энд Ко	1 500	2 года / 1 год	- / 10.78%	н/д	1 655.47	Уралсиб / ММБ, Ренессанс Капитал, Тройка Диалог, КБ Рублев, Сибкакадембанк
27 июн - 28 июн	Группа Агроком-1	1 500	5 лет / 1 год	- / 11.04%	н/д	н/д	Банк Москвы /
3 июл	Абсолют Банк-2	1 000	2 года / 1 год	- / 10.06%	н/д	н/д	Абсолют Банк / ММБ, Дрезднер Банк, ВТБ Розничные услуги, Газэнергопромбанк, Петрокоммерцбанк, Банк Национальный стандарт, Россельхозбанк, Стандарт Банк
4 июл	Аптечная сеть 36.6	3 000	3 года / 2 года	- / 10.87%	10.52% - 10.98%	4 290	Банк Москвы, ВТБ, Тройка Диалог / ПСБ, ММБ, Промсвязьбанк, Ак Барс Банк, Апор-Инвест, ИК Капиталь, Липецккомбанк, Номос-Банк, ИГ Русские фонды, ФК Мегатрастойл, КБ Рублев, Татфондбанк, КБ Уральский Финансовый Дом, Мордовпромстройбанк
4 июл	НПФ Алтан	150	3 года / 1 год	- / 14.49%	н/д	н/д	ИФК Солид /
4 июл	Золото Селигдара	300	5 лет / 1.5 года / 3 года	- / 15.31%	н/д	н/д	Русские Фонды /
5 июл	УК ГидроОГК-1	5 000	5 лет	8.26%	7.65% - 7.8%	> 6 000	КИТ Финанс, Номос-Банк, ИФК Алемар / Дойче Банк, Банк Союз, Еврофинанс Моснарбанк, Ханты-Мансийский Банк, ПСБ, Росбанк, ФК Мегатрастойл, Стройкредит, АйСиАйСиАй Банк Евразия, Липецккомбанк, МБРР, МКБ
6 июл	Судостроительный Банк	1 500	3 года / 1 год	- / 10.78%	10.68% - 10.75%	2 091	Номос-Банк / Ланта-Банк, Универсальный Коммерческий Инвестиционный Центр, Ханты-Мансийский Банк, Интерпромбанк, ИК Ист Кэпитал, КИТ Финанс, КБ Московский капитал, БК Регион, Татфондбанк, КБ ФДБ, АКБ Форпост, АКБ Форштадт, Экспобанк
6 июл	УБРИР-Финанс-2	1 000	3 года / 1 год	- / 11.46%	11.25% - 11.5%	1 073	Траст / Альфа-Банк, Татфондбанк, КБ Национальный Стандарт, Ланта-Банк, Русский Славянский Банк, Транскапиталбанк, Экспобанк
14 июл	РТК-Лизинг-5	2 250	4 года / 1 год	- / 8.99%	8.6% - 9.1%	3 133.90	Райффайзенбанк, Связь-банк / Банк Москвы, ВТБ Розничные услуги, ИГ Капиталь, Банк Петрокоммерц, Сбербанк, Standard Bank, Еврофинанс-Моснарбанк, Росбанк, Банк Стройкредит
14 июл	ЭМАльянс-Финанс	2 000	5 лет / 1 год	- / 10.78%	н/д	н/д	ММБ /

Предстоящие размещения

18 июля крупнейший оператор розничной торговли Кемеровской области «Кора» предложит инвесторам облигации дебютного выпуска объемом 1 млрд. руб.

Торговая сеть организована по многоформатному принципу и включает магазины типа «экономичный универсам», «супермаркет», «гипермаркет». В настоящее время сеть состоит только из 19 магазинов, однако ее инвестиционная программа до 2008 года предполагает ввод в действие еще 17 торговых единиц. В рамках стратегии расширения бизнеса эмитент предполагает привлечь соинвесторов для строительства торговых площадей. При этом часть новых площадей предполагается сдавать в аренду. «Кора» не ограничивает географию своего присутствия г. Кемерово и Кемеровской областью, а планирует заявить о себе в соседних регионах (Новосибирской и Томской областях, на Алтае).

Стратегия развития торговой сети Кора направлена на увеличение доли компании на рынке розничной торговли продуктами питания в Юго-Западной Сибири. В соответствии с этим, следуя одной из главных тенденций развития регионального ритейла, когда наиболее интенсивно растут продажи в сегментах «гипермаркет» и «супермаркет», эмитент планирует вначале сконцентрировать свое внимание именно на этих направлениях, а несколько позже развивать формат «магазин у дома».

Отсутствие единой юридически оформленной структуры осложняет оценку финансового состояния компании. Получить представление о финансах можно, используя данные управленческой отчетности, представленные в инвестиционном меморандуме. Согласно этим данным, 2005 год был для эмитента достаточно успешным: оборот компании увеличился на 52.6% и достиг 3.6 млрд. руб., EBITDA выросла больше чем в 2 раза со 149 млн. руб. до 213 млн. руб. При этом рентабельность по EBITDA выросла с 6.3% до 9%.

В целом, финансовые успехи торговой сети «Кора» в 2005 г. подтверждает и отчетность по РСБУ поручителя по займу ООО «Кора-ТК», генерирующего основные денежные потоки. Данная отчетность отражает удвоение оборотов с 1.49 млрд. руб. до 2.89 млрд. руб., которое сопровождалось переходом от убытков к прибыли: по итогам 2005 г. ООО «Кора-ТК» получила прибыль от продаж 34.8 млн. руб. против убытка в размере 5.7 млн. руб. годом ранее.

Наряду с динамичным ростом одним из достоинств сети «Кора» является тот факт, что 86% торговых площадей находится в собственности, что, безусловно, добавляет эмитенту плюсов при сравнении с другими региональными ритейлерами, присутствующими на долгом рынке. В качестве главной проблемы финансов эмитента мы выделяем существенное усиление долгового бремени сети «Кора» к концу текущего года. Если по итогам 2005 г. долговую нагрузку компании можно было охарактеризовать как умеренную, что выгодно отличало ее от других региональных ритейлеров: консолидированный долг только в 2 раза превышал EBITDA, то к концу года ситуация обещает измениться совсем не в лучшую сторону. Финансируя инвестпрограмму преимущественно за счет заемных средств (облигационного займа и целевых кредитов), эмитент планирует увеличение долга к концу года до 2.2 млрд. руб. При этом, согласно прогнозам компании, выручка должна вырасти до 5.27 млрд. руб., а EBITDA увеличится до 495 млн. руб. Таким образом, при достижении запланированного уровня прибыли соотношение долг/EBITDA увеличится до 4.5, что «пошатнет» кредитное качество «Коры» в краткосрочной перспективе. Вместе с тем, стоит отметить, что такая ситуация, по оценкам эмитента, не должна продолжаться долго. Поскольку основная масса новых торговых площадей будет введена ближе к концу 2006 г., положительный эффект от расширения сети и роста поступлений от сдачи площадей в аренду ожидается уже в 2007 г., что должно найти свое отражение в улучшении кредитного качества компании.

Принимая во внимание распределение выпусков ритейлеров на кривой доходности, в качестве ориентира мы рассматриваем выпуск «Монетки», которая, на наш взгляд, ближе других «Коре» по кредитному качеству. Облигации «Монетки» на 14.07.2006 года торговались с доходностью 10.96% годовых к оферте. Без учета запланированного расширения обеих сетей «Монетка» превосходит «Кору» в масштабах больше чем в 2 раза, более широко диверсифицирована по регионам и характеризуется более прочными финансами (при текущей рентабельности по EBITDA 7.8% к концу 2006 года у «Монетки» соотношение долг/EBITDA ожидается на уровне, близком к 2). Принимая во внимания существующие преимущества и проблемы «Коры», мы полагаем, что спред облигаций «Коры» к бумагам «Монетки» на уровне 100 б.п. – 125 б.п. будет вполне адекватным. Таким образом, интересным для участия в размещении данный выпуск мы рассматриваем с доходностью не ниже 12% годовых к полуторалетней оферте.

Кора

Размещение: 18 июля 2006

Объем: 1 млрд. руб.

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

Купон: квартальный, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 купоны равны первому купону, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организаторы: ИФК Алемар

На 20 июня запланировано размещение дебютного выпуска облигаций ОАО «Кокс» объемом 3 млрд. руб. сроком на 3 года.

ОАО «Кокс» - ключевой актив «Промышленно-металлургического холдинга», который консолидирует доли участия более чем в 20 угледобывающих, коксохимических, металлургических предприятиях Сибири, Урала и центральной части России, один из немногих самостоятельных российских производителей металлургического кокса, контролирующий порядка 6% рынка.

Согласно приведенным в проспекте облигаций данным о структуре собственности, ОАО «Кокс» полностью контролируется семьей депутата Госдумы от партии «Единая Россия», Бориса Зубицкого.

Структура активов эмитента обеспечивает полный производственный цикл выпуска кокса: от добычи коксующихся углей на собственных шахтах до реализации товарной продукции конечным потребителям. При этом основными потребителями являются подконтрольные «Коксу» металлургические предприятия («Тулачермет», «Уфалейникель», «Режникель»). Так, в 2005 г. на их долю пришлось порядка 68% всех продаж. В целом, реализация кокса обеспечивает немногим более 41% оборота Группы.

Вторым не менее значимым направлением, обеспечившим в 2005 г. порядка 49% оборота является металлургия. В рамках общеотраслевой тенденции консолидации сырьевых и металлургических активов эмитент для поддержания финансовой устойчивости Группы стремится усилить свое влияние над предприятиями-потребителями. В частности, «Кокс» получил разрешение ФАС на увеличение своей доли в уставном капитале «Тулачермет», «Уфалейникель», «Режникель» и планирует до конца 2006 г. довести ее до 65%, 80% и 100% соответственно. Кроме того, в качестве диверсификации выбрано развитие производства ванадия на «Ваннадий-Тула», а также изделий и порошков из других редкоземельных металлов на «Полема», которые вошли в группу в 2005 г.

За счет консолидации «Ваннадий-Тула» и «Полема», согласно предварительным данным отчетности по МСФО, в 2005 г. выручка Группы «Кокс» выросла на 44.4% до 21.7 млрд. руб. В то же время, хотя прошлогодние высокие мировые цены на ванадий и др. редкоземельные металлы позволили компании сгенерировать существенную прибыль от продаж на экспорт, этого оказалось недостаточно, чтобы полностью компенсировать влияние спада цен на кокс на внутреннем рынке. Таким образом, годовая прибыль от продаж была на 2.37 млрд. руб. ниже, чем в 2004 г. и составила немногим более 5 млрд. руб. По итогам года рентабельность продаж сократилась с 49.7% до 23.5%. Рентабельность по EBITDA снизилась с 52% до 29%.

Восстановление рентабельности действующего производства до прежних уровней во многом определяется колебаниями цен на основных товарных рынках, где оперирует эмитент. Сохраняющаяся тенденция высоких цен на редкоземельные металлы при условии запланированного расширения объемов выпуска внесет свою лепту в общий финансовый результат. Определенную порцию оптимизма вселяет и наметившаяся тенденция восстановления цен на кокс до прежних уровней. Помимо этого запланированы мероприятия, направленные на развитие собственной сырьевой базы, что позволит менее чувствительно реагировать на негативное влияние неблагоприятной конъюнктуры товарных рынков, где оперирует эмитент. В частности, средства облигационного займа предполагается использовать на финансирование строительства двух шахт Бутовской и Тиховской и строительства новой коксовой батареи. Увеличение добычи коксующихся углей и выпуска кокса, в свою очередь, найдет позитивное отражение в росте производства металлургических активов холдинга.

«Кокс» можно охарактеризовать как крайне консервативного заемщика. По итогам 2005 г. EBITDA более чем в 2 раза превышала сумму обязательств по кредитам и займам. Несмотря на то, что в результате размещения облигаций кредитный портфель эмитента увеличится на 3 млрд. руб., его долговая нагрузка сохранится низкой – соотношение долг/EBITDA не будет выходить за пределы 1.

Учитывая схожие отраслевые риски, в качестве ориентира по доходности мы рассматриваем бумаги ОАО «Белон», которые были размещены 7 июня текущего года с доходностью 9.31% годовых к погашению.

Мы полагаем, что большие масштабы Группы «Кокс», более консервативная, чем у «Белона», долговая стратегия, а также стремление компании к максимальной прозрачности обеспечивают облигациям «Кокса» некоторый дисконт в доходности к бумагам «Белона». Ввиду того, что компании вряд ли удастся избежать премии за первичное размещение справедливую доходность облигаций дебютного выпуска ОАО «Кокс» мы видим в диапазоне от 8.9% до 9.3% годовых к погашению. В то же время, мы не исключаем, что итоги размещения будут несколько выше наших ожиданий: размещение в день выплат по НДС и «по следам» намеченных на 19 июля аукционов по облигациям шестого выпуска ВТБ на 15 млрд. руб. и довыпуска ОФЗ 25059 на 10 млрд. руб. может вызвать определенные про-

Кокс

Размещение: 20 июля 2006**Объем:** 3 млрд. руб.**Срок до погашения:** 3 года**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 купоны равны первому купону**Доходность к погашению****(оферте):** определяется на аукционе**Организаторы:** ВТБ, Райффайзенбанк

блемы с ликвидностью у участников рынка.

В 20-х числах июля планирует разместить облигации дебютного выпуска объемом 1 млрд. руб. московская сеть супермаркетов «Азбука вкуса».

Эмитентом облигаций является ООО «Городской супермаркет», которое генерирует выручку от продаж через розничную сеть под брэндом «Азбука вкуса», поручителем по займу выступает ООО «Азбука вкуса» - управляющая компания Группы, владеющая товарным знаком «Азбука вкуса».

Главным отличием эмитента от ритейлеров, присутствующих на долговом рынке, является ярко выраженная ориентация на «премиум» сегмент. Это отчасти объясняет малую численность магазинов (всего 12, тогда как в других сетях, ориентированных на продукты питания и появившихся на рынке позже Азбуки Вкуса их количество гораздо больше) и их концентрацию в «престижных» районах.

С одной стороны, преобладание в составе покупателей лиц с высокими доходами позволяет эмитенту устанавливать очень высокую наценку, зачастую на уровне 100%, что делает продажи высокорентабельными. С другой, компания несет существенные текущие затраты, вызванные высокой арендной платой и значительными расходами на поддержание имиджа премиального брэнда, которые в свою очередь обусловлены высокими требованиями потребителей к ассортименту и качеству представленных в магазинах товаров.

В условиях роста благосостояния населения эмитент получает неплохие перспективы для запланированного расширения сети. Только в течение второго полугодия 2006 г. - 1 кв. 2007 г. «Азбука Вкуса» предполагает открыть 9 новых магазинов в Москве и 3 в Санкт-Петербурге. На первый взгляд, данный план выглядит достаточно амбициозным, принимая во внимание тот факт, что в 2005 г. было открыто всего 3 магазина. Однако определенный оптимизм добавляет заявление менеджмента, анонсированное в инвестиционном меморандуме, о том, что договора аренды уже заключены.

В настоящее время рентабельность «Азбуки Вкуса» является самой высокой среди ритейлеров. В частности, при EBITDA margin 12.6% у «Азбуки Вкуса» по итогам 2005 г. у лидера отрасли «Пятерочки» она была на уровне 11.7%, что при существующей разнице в масштабах очень позитивно характеризует бизнес эмитента. Среди факторов, способствующих дальнейшему росту рентабельности, наряду с увеличением масштабов сети, можно выделить развитие собственного производства кулинарной продукции. В настоящее время на продажи продукции собственного производства приходится 10% оборота. После ввода в действие фабрики-кухни их доля по прогнозам компании возрастет до 20%. Безусловно, на первом этапе организации кулинарного производства компания столкнется с проблемой значительных расходов, однако в дальнейшем она получает серьезный источник формирования дополнительной добавленной стоимости.

Текущее финансовое состояние компании, согласно управленческой отчетности, характеризуется не слишком обременительной долговой нагрузкой: при обороте 87.5 млн. долл. по итогам 2005 г. долг составляет немногим более 15 млн. долл., а соотношение долг/EBITDA находится на уровне 1.5. Вместе с тем, именно высокая вероятность усиления долгового бремени в краткосрочной перспективе является, на наш взгляд, ключевым финансовым риском эмитента. Потребность «Азбуки Вкуса» в финансовых ресурсах очевидна. Принимая во внимание, что средства облигационного займа предполагается направить на погашения текущих кредитов для высвобождения из-под залога двух из трех объектов собственности, финансирование инвестпрограммы потребует привлечения дополнительных средств из внешних источников. Согласно ожиданиям эмитента, к концу года соотношение долг/EBITDA будет на уровне 3.2. Таким образом, зависимость эффективности бизнеса от успешной реализации планов по развитию сети существенно возрастает, что должно быть компенсировано соответствующей премией в доходности. Кроме того, дополнительной премией должна компенсироваться достаточно низкая прозрачность компании, обусловленная отсутствием единой корпоративной структуры.

При позиционировании нового выпуска, на наш взгляд, не совсем корректно ориентироваться на близкие по дюрации выпуски региональных ритейлеров ввиду присутствия компаний в разных сегментах рынка розничной торговли и специфики развития ритейла в Москве. Принимая во внимание существующие риски «Азбуки Вкуса», справедливый спрэд дебютных облигаций к кривой ОФЗ, на наш взгляд, составляет не менее 550 – 600 б.п. Кроме того, мы отмечаем, что при текущей конъюнктуре эмитенту вряд ли удастся обойтись без премии за первичное размещение, и ее размер может увеличить доходность еще как минимум на 20 б.п. Таким образом, мы ожидаем, что по результатам аукциона доходность «Азбуки Вкуса» к полуторалетней ofercie будет находиться в диапазоне от 11.7% до 12.2% годовых.

Городской супермаркет (Азбука Вкуса)

Размещение: июль 2006

Объем: 1 млрд. руб.

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

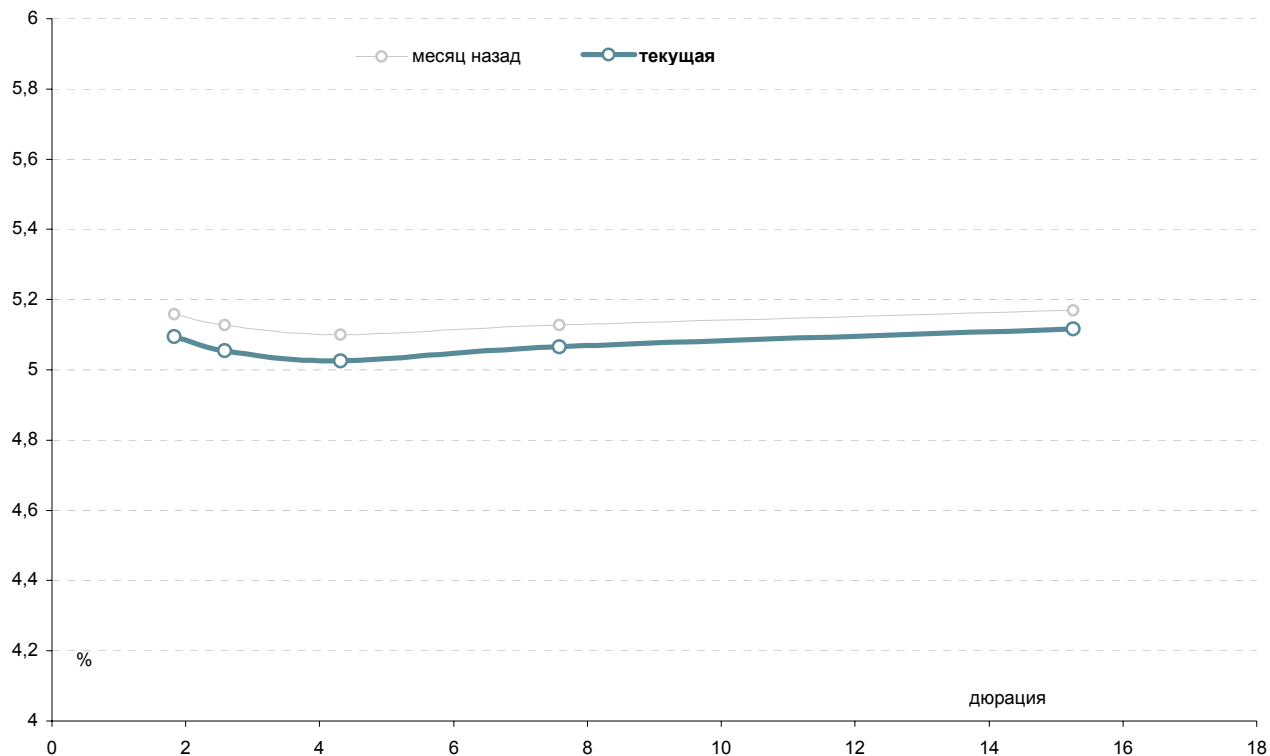
Купон: квартальный, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 купоны равны первому купону, остальные купоны в соответствии с эмиссионными документами

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Траст

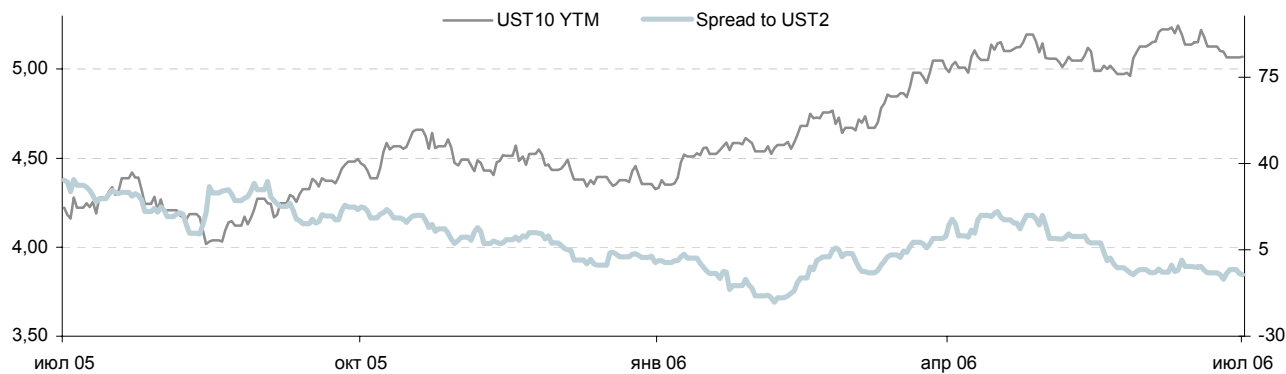
Приложение 1. US Treasuries

Кривая доходности Treasuries



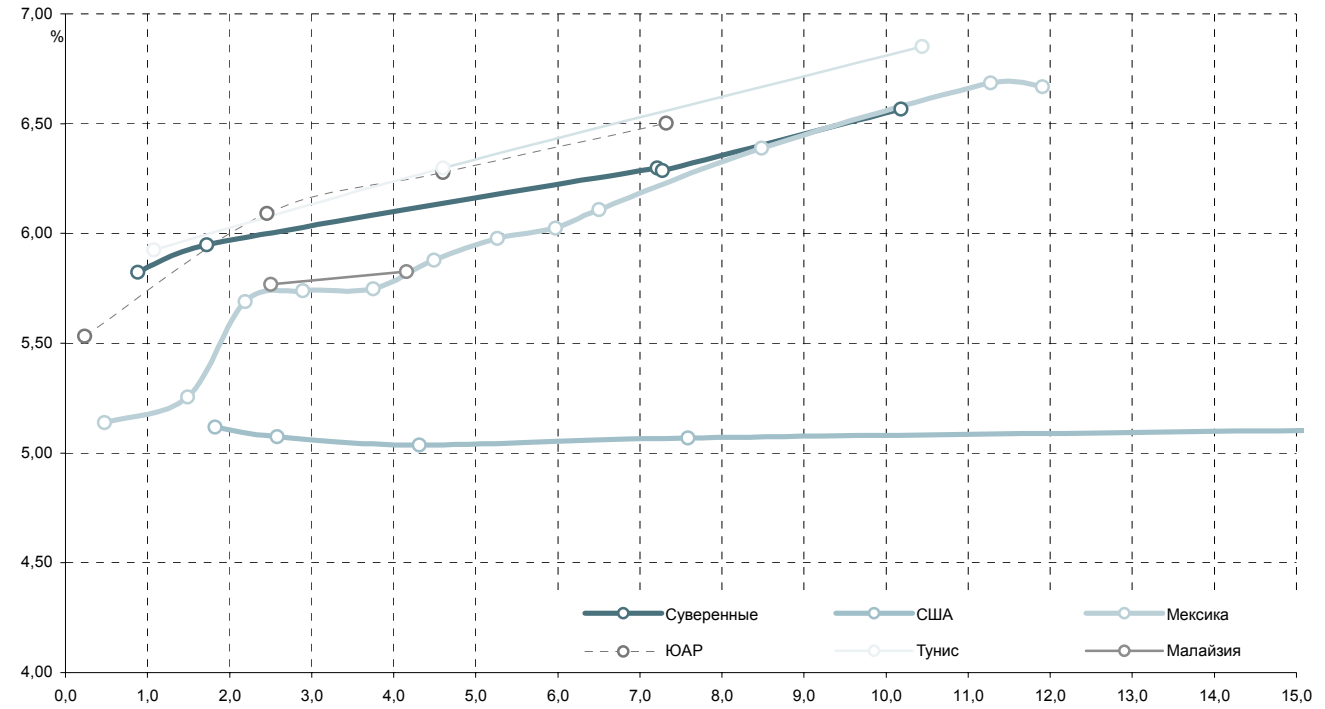
Источник: Bloomberg

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

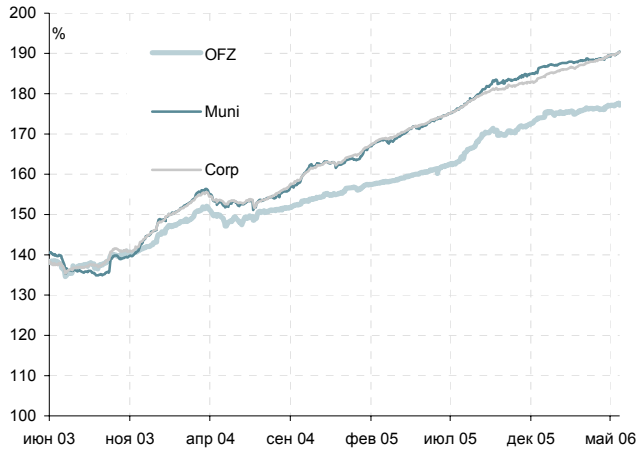
	Maturity	Size, mln	Coupon, %	Rating	Bid	Offer	YTM, %	Modified Duration	Spread to Treasury, bp
Sovereign									
Russia-07 \$	6/26/2007	2 400	10,00	Baa2/BBB/BBB	103,60	103,72	5,89	0,88	67
Russia-10 \$	3/31/2010	2 767	8,25	Baa2/BBB/BBB	103,85	104,00	5,986	1,73	196
Russia-18 \$	7/24/2018	3 467	11,00	Baa2/BBB/BBB	138,80	139,20	6,318	7,21	124
Russia-28 \$	6/24/2028	2 500	12,75	Baa2/BBB/BBB	170,94	171,34	6,576	10,18	149
Russia-30 \$	3/31/2030	18 400	5,00	Baa2/BBB/BBB	107,25	107,35	6,293	7,28	120
Minfin-8 \$	11/14/2007	1 322	3,00	BBB/BBB	97,32	97,51	5,053	1,26	-13
Minfin-5 \$	5/14/2008	2 837	3,00	Baa2/BBB/BBB	94,56	94,76	6,198	1,68	97
Minfin-7 \$	5/14/2011	1 750	3,00	Baa2/BBB/BBB	86,87	87,07	6,21	4,24	108
Aries-07 EUR	10/25/2007	2 000	FRN	Baa3/BBB /*+	103,74	103,87	-	-	-
Aries-09 EUR	10/25/2009	1 000	7,75	Baa3/BBB /*+	111,23	111,48	3,962	2,77	31
Aries-14 \$	10/25/2014	2 436	9,60	Baa3/BBB /*+	125,01	125,26	5,735	5,89	68
Regional									
Moscow-11 EUR	10/12/2011	374	6,45	Baa2/-/BBB	106,75	107,10	4,91	4,22	113
Oil & Gas									
Gazprom-07 \$	4/25/2007	500	9,13	BB+	102,16	102,31	6,058	0,72	83
Gazprom-09 \$	10/21/2009	700	10,50	BB+	112,25	112,73	6,191	2,72	112
Gazprom-10 EUR	9/27/2010	1 000	7,80	BB+/-/BBB-	111,16	111,21	4,781	3,40	106
Gazprom-13 \$	3/1/2013	1 750	9,63	BB+	114,96	115,26	6,751	4,84	170
Gazprom-15 EUR	6/1/2015	1 000	5,88	Baa1	102,09	102,54	5,535	6,75	159
Gazprom-20 \$	2/1/2020	1 250	7,20	BBB/BBB	102,08	102,33	6,947	8,34	187
Gazprom-34 \$	4/28/2034	1 200	8,63	Baa1/BB+/BBB-	116,55	116,58	7,232	11,37	213
Sibneft-07 \$	2/13/2007	400	11,50	Ba2/BB	102,82	102,96	6,159	0,52	91
Sibneft-09 \$	1/15/2009	500	10,75	Ba2/BB	109,24	109,49	6,598	2,18	151
TNK-07 \$	11/6/2007	700	11,00	Baa2/BB /*+/BB+	105,20	105,35	6,654	1,18	147
Rosneft-06 \$	11/20/2006	150	12,75	Baa2/B+	102,18	102,23	5,826	0,32	68
Telecommunications									
MTS-08 \$	1/30/2008	400	9,75	Ba3/BB-	103,12	103,34	7,466	1,34	231
MTS-10 \$	10/14/2010	400	8,38	Ba3/BB-	100,50	100,75	8,193	3,43	314
MTS-12 \$	1/28/2012	400	8,00	Ba3/BB-	98,11	98,36	8,405	4,21	337
Vimpelcom-09 \$	6/16/2009	450	10,00	Ba3/BB	105,74	105,99	7,7	2,48	263
Vimpelcom-10 \$	2/11/2010	300	8,00	Ba3/BB	99,70	99,95	8,057	2,94	300
Vimpelcom-11 \$	10/22/2011	300	8,38	Ba3/BB	100,22	100,47	8,288	4,10	325
Megafon-09 \$	12/10/2009	375	8,00	B1/BB-	100,05	100,30	7,934	2,89	287
Industrials									
Sistema-08 \$	4/14/2008	350	10,25	B/B+	103,66	103,91	7,854	1,53	271
Sistema-11 \$	1/28/2011	350	8,88	B3/B/B+	101,37	101,74	8,452	3,52	341
Nornickel-09 \$	9/30/2009	500	7,13	Ba2/BB+	99,87	100,12	7,123	2,75	206
MMK-08 \$	10/21/2008	300	8,00	Ba3/BB-/BB-	100,92	101,17	7,478	1,99	237
Severstal-09 \$	2/24/2009	325	8,63	B2 /*+/B+ /*+	102,25	102,65	7,562	2,22	248
Severstal-14 \$	4/19/2014	375	9,25	B2 /*+/B+ /*+/BB-	104,13	104,63	8,464	5,39	341
WBD-08 \$	5/21/2008	150	8,50	B2/B+	101,85	102,10	7,321	1,66	219
Alrosa-08 \$	5/6/2008	500	8,13	Ba3/B+	102,57	102,82	6,5	1,63	137
Alrosa-14 \$	11/17/2014	500	8,88	Ba3/B+	109,44	109,69	7,318	5,87	226
Evrzholding-06 \$	9/25/2006	200	8,88	B1/BB-	100,35	100,38	6,604	0,176	154
Evrzholding-09 \$	8/3/2009	325	10,88	B1/BB-	108,53	108,78	7,622	2,468	255
Kuzbassrazrez-07	7/13/2007	150	9,00	-/-	-	-	-	-	-
Amtel-07	6/30/2007	175	9,00	-/-	-	-	-	-	-
SINEK-15	8/3/2015	250	7,70	Ba1/BB	98,04	98,29	7,988	4,568	305
Banks									
Sberbank-06	10/24/2006	1 000	6,86	A2/BBB	100,28	100,33	6,055	0,01	-
Sberbank-17	2/11/2015	1 000	6,23	A2/BBB-	98,38	98,63	7,079	3,05	-
Vneshtorgbank-08	12/11/2008	550	6,88	A2/BBB	101,12	101,37	6,301	2,16	121
Vneshtorgbank-11	10/12/2011	450	7,50	A2/BBB	103,36	103,61	6,694	4,21	166
Vneshtorgbank-15	2/4/2015	750	6,32	A2/BBB-	98,72	98,75	7,282	3,03	166
Vneshtorgbank-35	6/30/2035	1 000	6,25	A2/BBB	96,30	96,55	6,526	6,69	173
Gazprombank-08 \$	10/30/2008	1 050	7,25	A3/BB	101,46	101,71	6,483	2,04	138
Bank of Moscow-09 \$	9/28/2009	250	8,00	A3	102,45	102,70	7,076	2,72	201
Bank of Moscow-10 \$	9/21/2005	300	7,38	A3	100,46	100,71	7,211	3,63	216
MDM-06 \$	9/23/2006	200	9,38	Ba2/B+/BB-	100,33	100,37	6,794	0,17	161
Nomos-07 \$	2/13/2007	125	9,125	Ba3/B+	100,51	100,64	8,041	0,52	279
Petrocommerce-07 \$	2/9/2007	120	9,00	Ba3/B	100,95	101,08	7,071	0,51	182
Nikoil-07 \$	3/19/2007	150	9,00	Ba3/NR	100,75	100,84	7,713	0,62	247
Russian Standard-07 \$	4/14/2007	300	8,75	Ba2/B+	100,63	100,81	7,688	0,68	245
Russian Standard-07 \$	9/28/2007	300	7,800	Ba2/B+	99,76	100,03	7,882	1,09	269
Promsviaz-06 \$	10/27/2006	200	10,25	Ba3/B	100,80	100,84	6,963	0,26	186
Rosbank-09 \$	9/24/2009	300	9,75	Ba3/BB-	103,62	103,87	8,392	2,70	341

Источник: Bloomberg

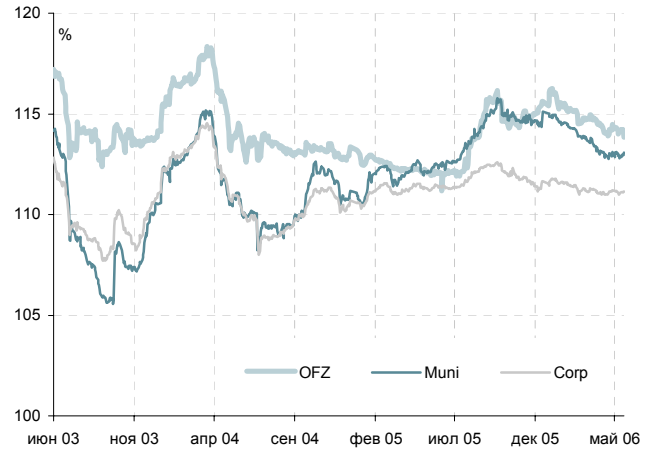
Приложение 3. Российский долговой рынок

Индексы рынка рублевых облигаций

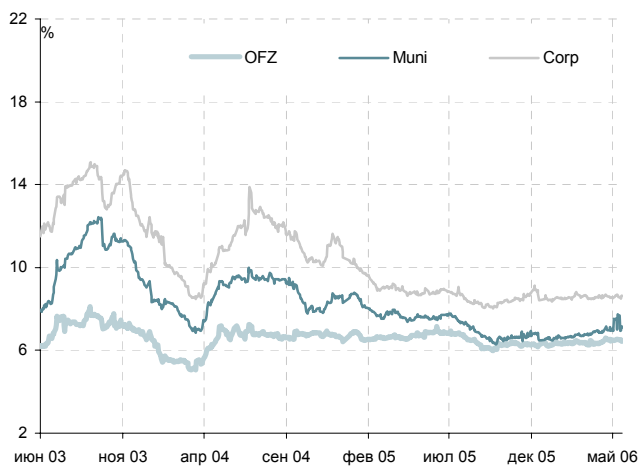
Индекс совокупного дохода



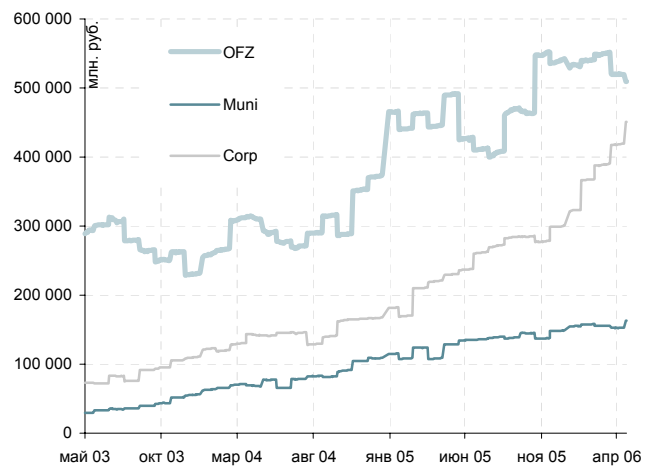
Индекс цен



Динамика доходности



Динамика капитализации

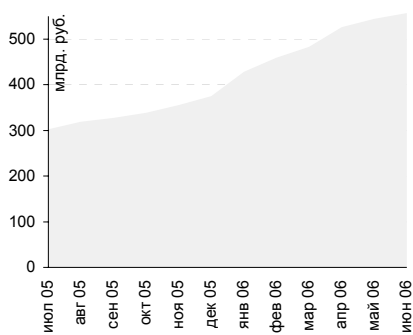


Источник данных: котировки ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ
Страница индексов на сайте банка ЗЕНИТ <http://www.zenit.ru/investserv/analytcs/index/>

Индикаторы российского рынка корпоративных облигаций

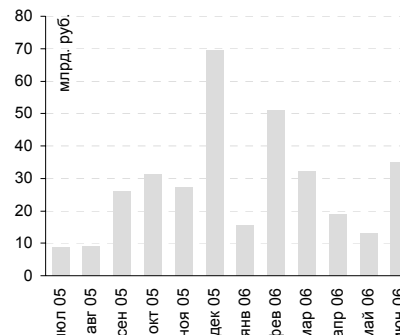
Емкость рынка*

июн 06	557,6
май 06	544,0
апр 06	525,9
мар 06	482,8
фев 06	458,3
январь 06	427,6
декабрь 05	375,5
ноябрь 05	355,6
октябрь 05	338,2
сентябрь 05	328,0
август 05	318,9
июль 05	302,1



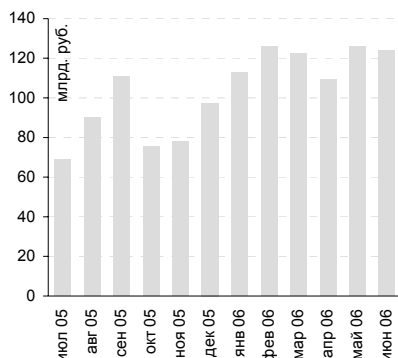
Первичные размещения

июн 06	35,0
май 06	13,2
апр 06	19,2
мар 06	32,1
фев 06	51,0
январь 06	15,5
декабрь 05	69,4
ноябрь 05	27,5
октябрь 05	31,4
сентябрь 05	26,2
август 05	9,0
июль 05	8,9



Биржевой оборот** (ММВБ)

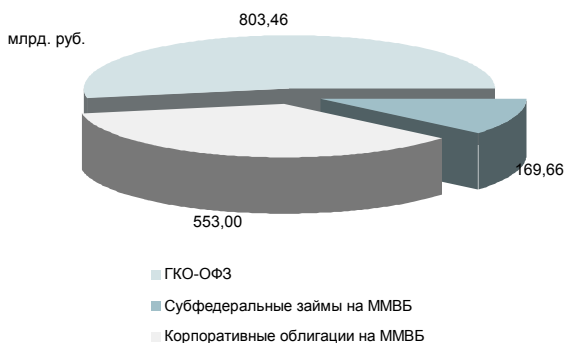
июн 06	123,8
май 06	126,0
апр 06	109,0
мар 06	122,4
фев 06	125,9
январь 06	113,0
декабрь 05	97,5
ноябрь 05	78,1
октябрь 05	75,6
сентябрь 05	110,7
август 05	90,1
июль 05	68,9



Динамика показателей денежного рынка



Структура рынка по объему в обращении



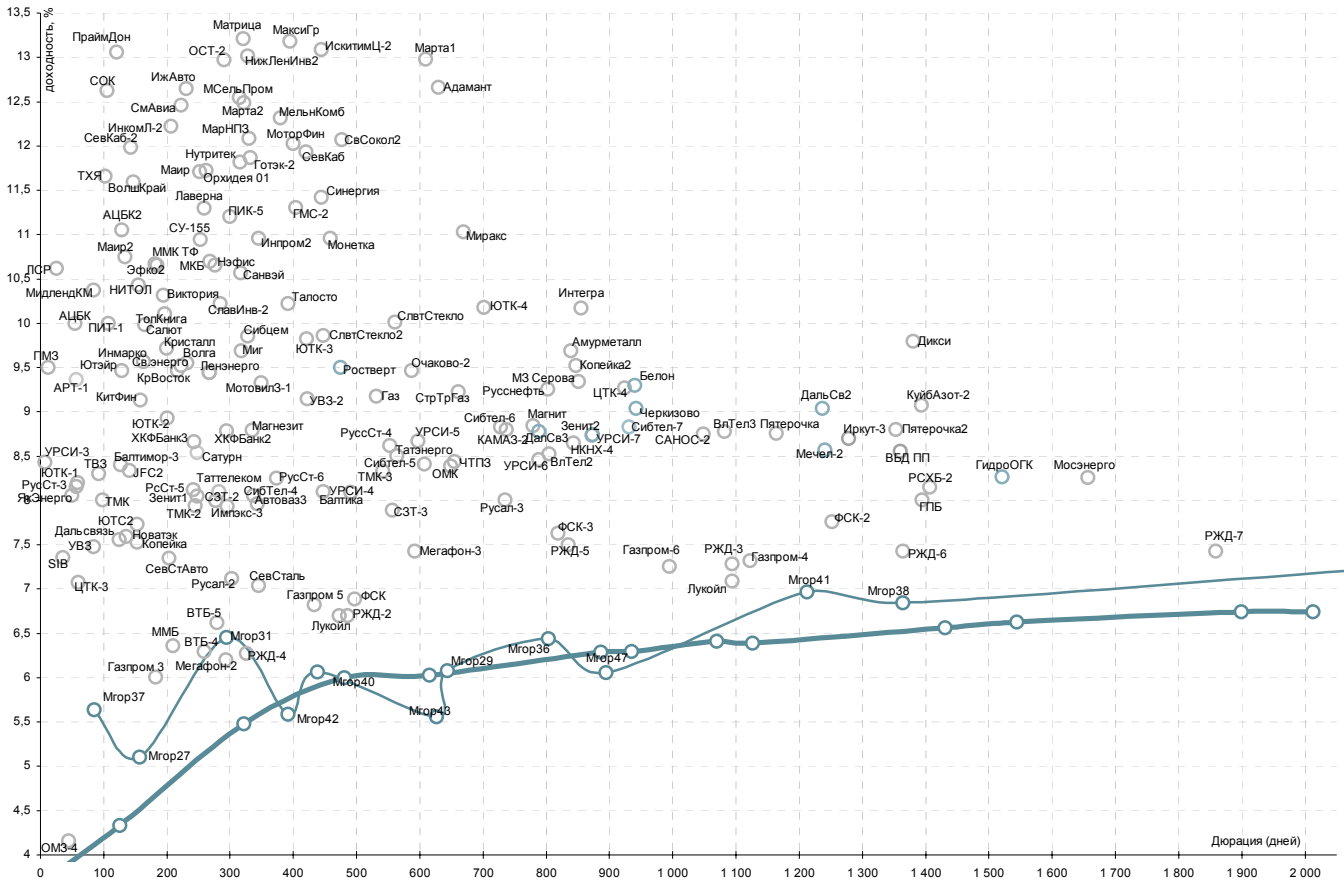
Источник данных: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

Примечания к таблице:

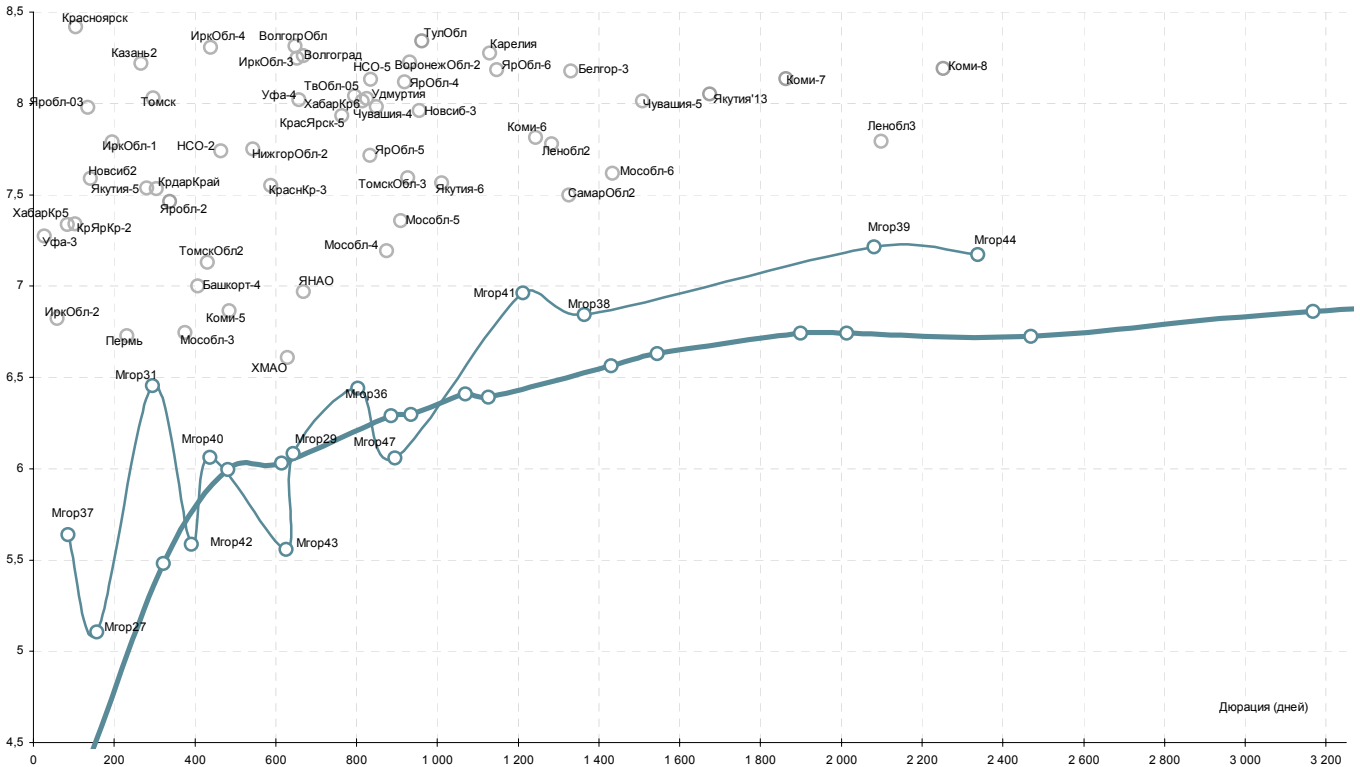
* Емкость рынка оценивается как объем облигационных займов по номиналу, имеющих двусторонние котировки на ММВБ.

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

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

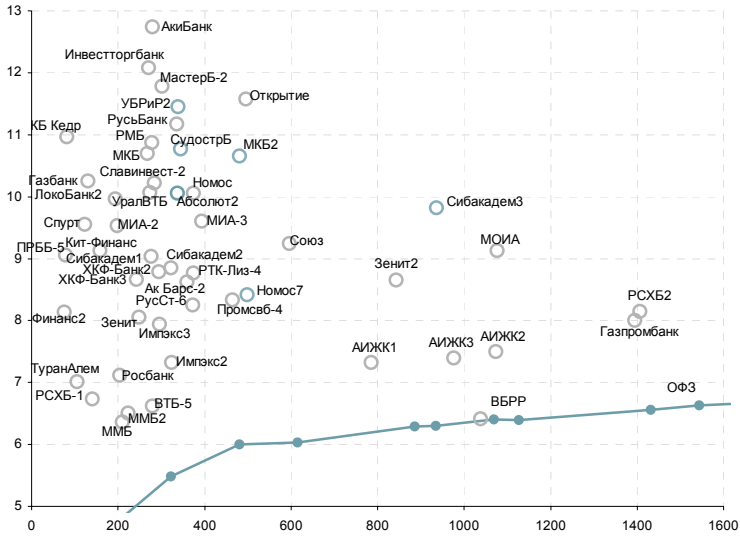


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

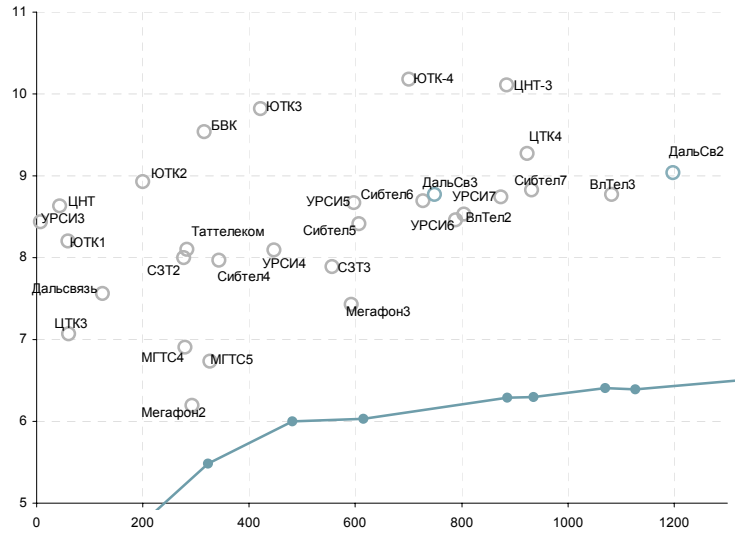


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

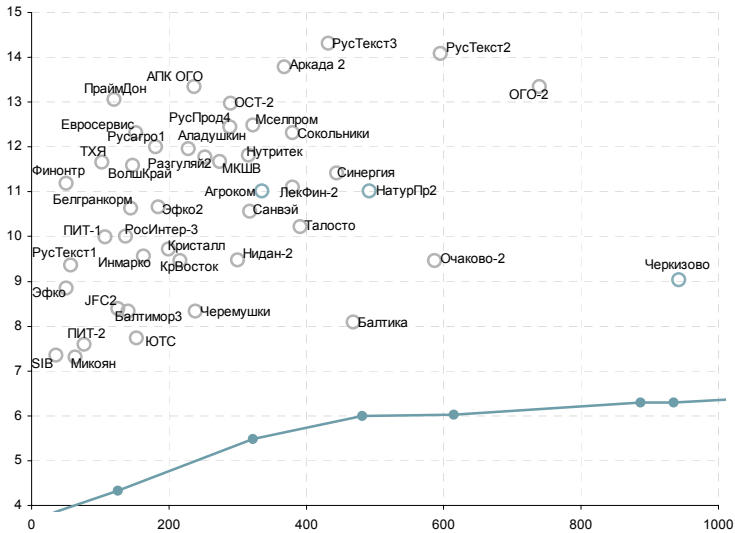
Банки, финансовые услуги



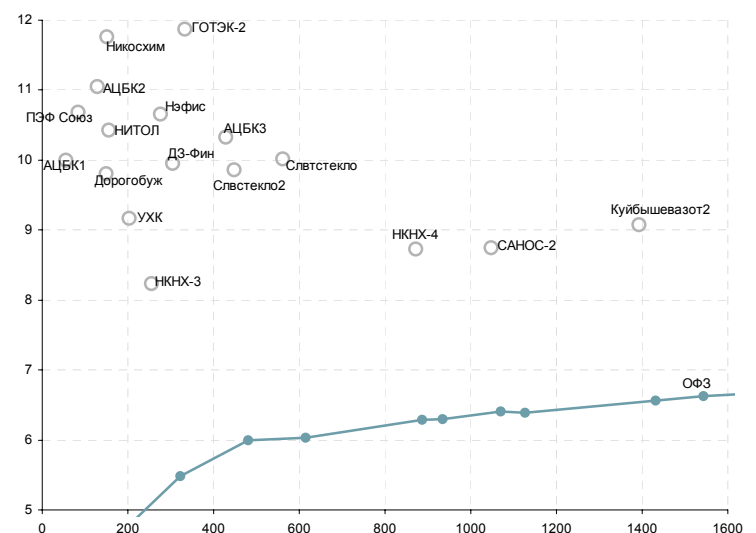
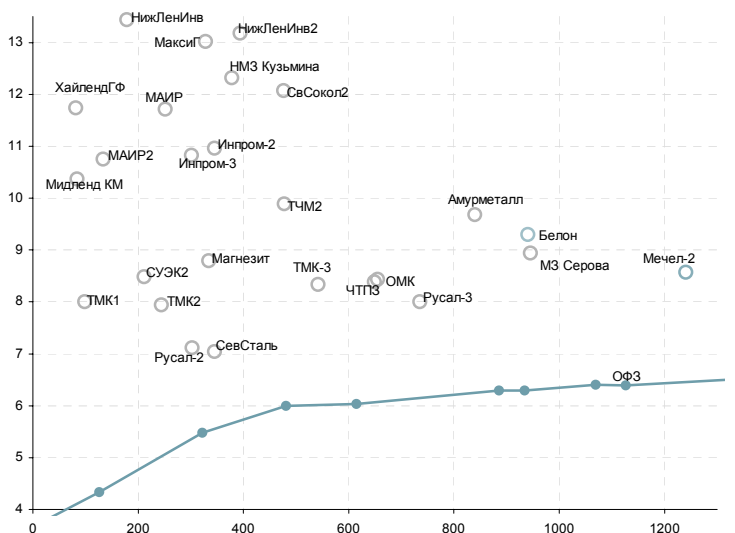
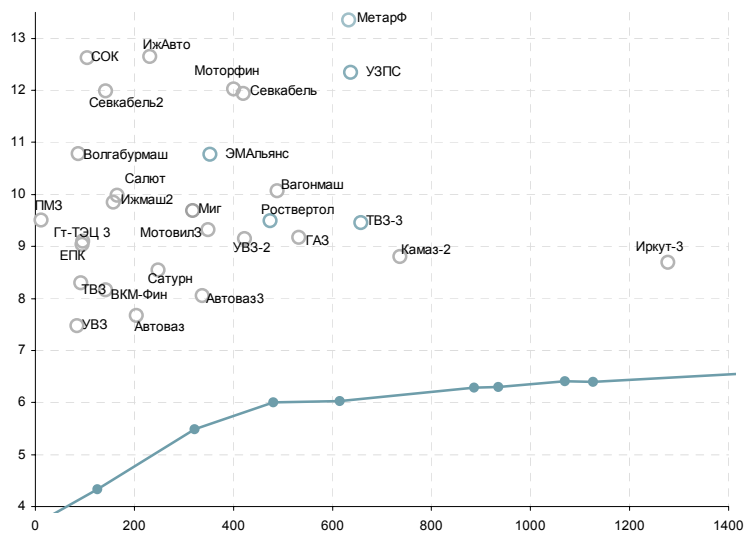
Телекоммуникации



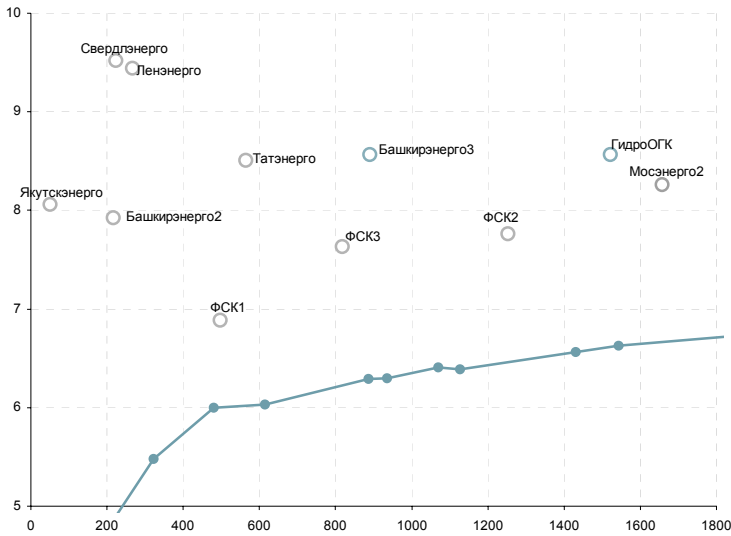
Пищевая промышленность, АПК, легкая промышленность



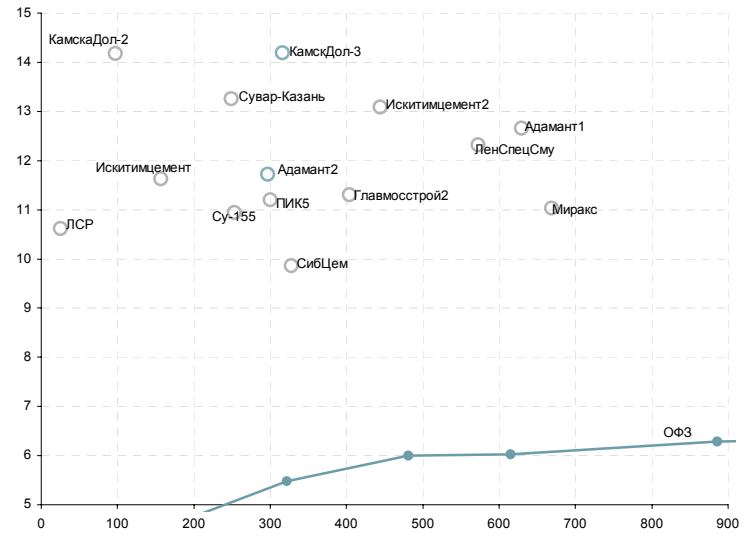
Машиностроение



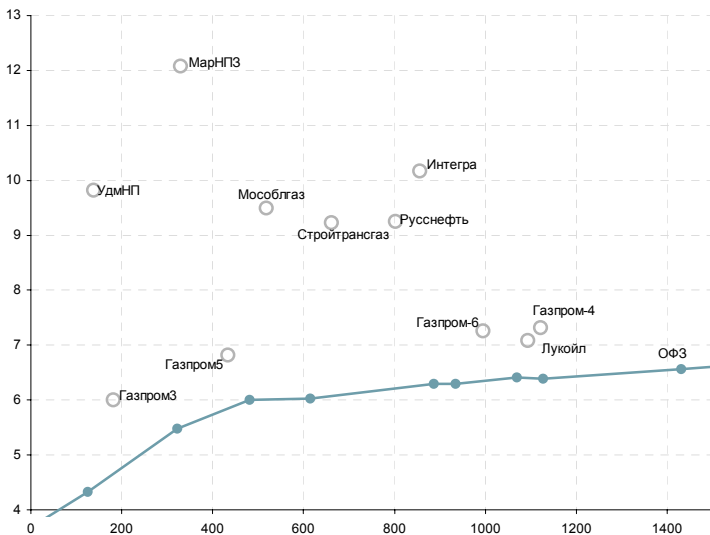
Энергетика



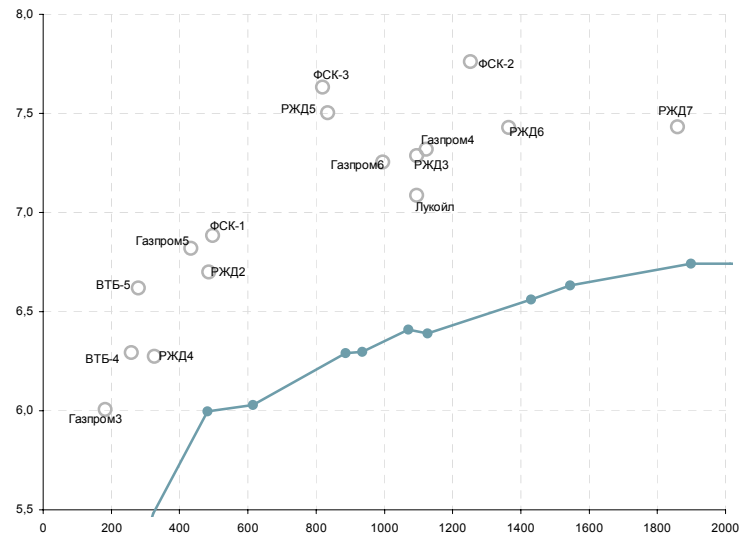
Строительство, стройматериалы



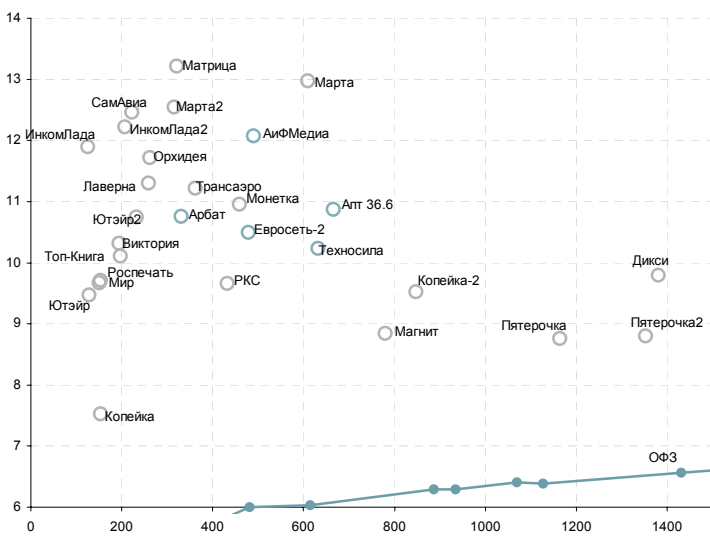
Нефтегазовая отрасль



Естественные монополии



Торговля и услуги, транспорт



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 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
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tret'yakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Александр Глебов	a.glebov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@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
Акции	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
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@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.