

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

Появление на долговом рынке **ОГК- 2** обусловлено необходимостью рефинансировать текущий кредитный портфель и обеспечить финансирование капитальных вложений в модернизацию и расширение активов до проведения IPO, запланированного на осень текущего года. При этом серьезные масштабы программы капитальных вложений не повлекут хоть сколько-нибудь заметного ухудшения кредитного качества компании, поскольку основная часть инвестиций будет профинансирована за счет собственных средств. Исходя из текущего распределения торгуемых выпусков ОГК на кривой доходности, справедливую доходность дебютного выпуска ОГК-2 мы оцениваем на уровне **7.9% - 8.1% годовых к погашению через 3 года**. (Подробнее стр.2)

ОГК-2	2
АПК ОГО-3	4
X5 Финанс	5

6 июля **АПК «ОГО»** планирует размещать третий облигационный займ объемом 1.5 млрд. руб. Ключевым событием 2007 года для АПК «ОГО» стала реструктуризация бизнеса путем выделения «неперспективных направлений» - производства яиц и зернотрейдинга. Зерноторговая деятельность консолидируется на балансе одного из поручителей, на котором отражается существенный объем финансовых обязательств. По нашему мнению, поскольку продажа зерноторгового бизнеса пока не планируется, такое выделение не существенно отразится на кредитном качестве (с точки зрения инвестора). В целом, ключевыми рисками холдинга являются неоптимальная структура выпуска, низкая прозрачность, высокая долговая нагрузка, а также отраслевые риски, присущие всей сельскохозяйственной отрасли. Ориентируясь на сопоставимые компании, мы оцениваем справедливую доходность третьего займа ОАО «АПК «ОГО» в размере **13.6%-13.8% к годовой оферте**. (Подробнее стр.3)

В начале следующей недели **X5** планирует размещать первый 9 миллиардный транш, объявленного в начале года плана по мега-займу на 25 млрд. руб. Мы полагаем, что заем X5 должен торговаться с аналогичным текущим уровнем спреда. Таким образом, мы считаем справедливой доходность в диапазоне **7.85-7.95% к трехлетней оферте**. (Подробнее стр.4)

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Наталия Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Оценки Банка ЗЕНИТ
5 июл	ОГК-2	5 000	Номос-Банк	УТР 7,9% - 8,1%
6 июл	АПК ОГО-3	1 500	Уралсиб	УТР 13,6% - 13,8%
10 июл	Икс 5 Финанс	9 000	Райффайзенбанк	УТР 7,85% - 7,95%

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

5 июля облигации дебютного выпуска трехлетних облигаций объемом 5 млрд. руб. предложит инвесторам очередная генерирующая компания оптового рынка – ОАО «ОГК-2».

Формирование компании завершилось в сентябре прошлого года путем консолидации пяти тепловых электростанций, расположенных в разных регионах: Псковской ГРЭС, Серовской ГРЭС, Ставропольской ГРЭС, Сургутской ГРЭС-1 и Троицкой ГРЭС. В результате ОГК-2 смогла занять третье место среди тепловых оптовых генерирующих компаний по объему установленных мощностей. Так, суммарная установленная мощность электростанций в составе ОГК-2 составляет 8 695 МВт, установленная тепловая мощность – 1 767 Гкал/час.

Ключевым генерирующим активом ОГК-2 является Ставропольская ГРЭС, на долю которой приходится почти треть всех электромощностей – 2400 МВт.

В настоящее время основным владельцем ОГК-2, в распоряжении которого находятся 80,93% акционерного капитала, является РАО ЕЭС. При этом сохранить контрольный пакет акций (порядка 55,7%) РАО ЕЭС предполагает и после IPO, запланированного на октябрь текущего года.

Помимо присущей всем компаниям отрасли проблемы существенного износа оборудования, ОГК-2 испытывает достаточно высокую потребность в расширению действующих мощностей. Поскольку электростанции, входящие в состав ОГК, расположены в регионах, которые по прогнозам экономического развития регионов характеризуются как энергодефицитные. Так при среднем по России росте энергопотребления на 5 – 7% в год, в регионах, где расположены станции ОГК-2, потребление растет на 6 – 7% в год. Кроме того, необходимо учесть существенный экспортный потенциал ОГК-2. Так, по оценкам компании, расположение Троицкой ГРЭС позволяет наладить экспорт электроэнергии в Казахстан, Псковской – в Белоруссию, страны Балтии и Западную Европу, Ставропольской – в Азербайджан.

По инвестиционной программе ОГК-2 планирует к 2010 году ввести в эксплуатацию по 2 новых энергоблока на Троицкой, Ставропольской и Серовской ГРЭС и в результате увеличения мощностей на 1 700 МВт повысить выработку электроэнергии на 50%.

В течение 2007 – 2012 г. компания планирует порядка 5,1 млрд. руб. собственных финансовых ресурсов, главным образом, амортизационных отчислений, направить на финансирование мероприятий по повышению эффективности и надежности действующих мощностей. Порядка 62 млрд. руб. ОГК-2 планирует направить на строительство новых энергоблоков, при этом основную часть расходов также планируется финансировать за счет собственных средств. В данном случае речь идет о средствах от допэмиссии акций - уже принято решение об увеличении уставного капитала путем размещения 12 млрд. акций, что составляет 45,32% от уставного капитала до размещения и 31,18% после размещения.

В течение 2007 года для финансирования инвестиций ОГК-2, по заявлениям менеджмента, может направить от 40 до 50 млрд. руб., в значительной степени это будет зависеть от того, какой объем средств компания получит в ходе IPO.

Безусловно, объем средств привлеченных в ходе IPO будет зависеть от цены размещения, которая, с достаточно большой вероятностью, может быть несколько ниже текущего рыночного уровня (0,163 долл. за акцию). В первую очередь, по причине существенного объема предложения. Стоит отметить, что очевидных претендентов стать стратегическим инвестором ОГК-2 пока нет. В то же время, в качестве одного из наиболее вероятных покупателей участники рынка выделяют Газпром. Мы полагаем, что появление в составе акционеров ОГК-2 газовой монополии должно способствовать укреплению ее кредитного качества.

Что касается текущих финансовых обязательств, то по итогам 2006 года объем долга

ОГК-2

Размещение: 05 июля 2007

Объем: 2 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-6 приравниваются к первому

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Номос-Банк

ОГК-2 превысил 5.5 млрд. руб. При этом соотношение Debt/EBITDA было на уровне 5.48.

В течение 2007 года компания планирует заметно снизить долговое бремя. В частности, эмитент за счет средств облигационного займа планирует рефинансировать значительную часть «дорогих» коротких кредитов. Кроме того, мы не исключаем, что сократить объем кредитного портфеля, «пополнившегося» в ходе реализации инвестиционных мероприятий, ОГК-2 вполне сможет после продажи акций. Вкупе с закладываемым в прогнозы ростом рентабельности по EBITDA с текущих 3.8% до 6.9%, «умеренный аппетит» по формированию кредитного портфеля позволяет компании прогнозировать снижения показателя долг/EBITDA до 3.5, что является, по нашим оценкам, вполне достижимым уровнем.

Хотя присутствующие на долговом рынке ОГК достаточно близки между собой по масштабам, заметная разница в рентабельности их бизнеса объясняется не только разными успехами в вопросе завершения консолидации и оптимизации связанных с нею расходов, но, пожалуй, в большей степени, различной структурой топливного баланса ОГК. И с этой точки зрения, ОГК-2 по итогам 2006 года выглядит привлекательнее, чем остальные, демонстрируя наибольшую рентабельность продаж. Компания имеет хороший потенциал, чтобы чувствовать себя комфортнее остальных, поскольку структура планируемого ею топливного баланса выглядит более сбалансированной, чем у других. Во-первых, поскольку более половины газовых мощностей (Сургутская ГРЭС) находится в регионе добычи газа – Тюменской области, компания застрахована от дефицита топлива. Дополнительную поддержку в вопросах поставок газа ОГК-2 может получить после появления в составе акционеров Газпрома. Кроме того, к 2012 году, когда одной из наиболее актуальных отраслевых проблем может стать рост цен на газ, ОГК-2 обеспечивает себе дополнительные преимущества, поскольку планирует к тому моменту долю мощностей, работающих на угле увеличить с текущих 27% до 39%.

Таким образом, компания имеет достаточно весомый «запас прочности» для того, чтобы нивелировать операционные и финансовые риски, присущие компаниям отрасли.

Показатели ОГК в 1 кв. 2007 г.

	ОГК-2 (упр)	ОГК-3	ОГК-5	ОГК-6 (упр)
Установл. мощность электростанций, МВт	8 695	8 497	8 662	9 052
Установл. тепловая мощность, Гкал/час	1 767	н/д	2 242	2 036
Выручка, млн. руб.	26 718,2	17 590,1	25 898,9	28 500,0
Операционная прибыль, млн. руб.	851,6	354,5	515,0	н/д
Чистая прибыль	630,9	857,4	570,9	н/д
EBITDA	957,0	1 096,2	2 295,5	2 500,0
Рентабельность продаж	3,2%	2,0%	2,0%	н/д
EBITDA Margin	3,6%	6,2%	8,9%	8,8%
Net Margin	2,4%	4,9%	2,2%	н/д
Активы, млн. руб.	17 075,5	21 409,0	51 254,2	23 530,0
Долг, млн. руб.	5 582,7	701,7	5 621,0	6 515,0
Debt ratio	32,7%	3,3%	11,0%	27,7%
Долг/EBITDA	5,8	0,2	0,6	2,6
УТР на 02.07.2007	-	6,73%	7,36%	7,71%
дюрация дни	-	165	759	931

Источник: Данные компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

Исходя из распределения по кривой доходности торгуемых выпусков ОГК, можно заметить, что наиболее близкими по дюрации размещаемым облигациям ОГК-2 являются бумаги ОГК-6, появившиеся на вторичном рынке несколько дней назад. Надо отметить, что старт ОГК-6 на вторичке был не слишком удачным – бумага котируется, хотя и не существенно, но все-таки ниже номинала (по итогам торгов 2 июля котировки покупки/продажи были на уровне 99.92/99.97), текущая доходность к трехлетней оферте была на уровне 7.71% годовых (спрэд к ОФЗ порядка 180 б.п.). Учитывая, что по кредитному качеству ОГК-6 несколько превосходит ОГК-2, ввиду больших масштабов и более успешных финансовых результатов в 2006 году, мы рекомендуем инвесторам быть более требовательными к премии за первичное размещение. Таким образом, справедливый спрэд нового выпуска к ОФЗ мы оцениваем на уровне 210 – 220 б.п., что соответствует доходности 7.9% - 8.1% годовых к погашению через 3 года.

Наталья Толстошеина
n.tolstosheina@zenit.ru

6 июля ОАО «АПК «ОГО» разместит третий облигационный выпуск со следующими параметрами: объем выпуска – 1.5 млрд. руб., срок обращения – 3 года, оферта – через 1 год.

Группа компаний ОГО является диверсифицированным агропромышленным холдингом, основными направлениями деятельности которого по итогам 2006 года стали зернопереработка (23% в годовой выручке), производство муки (24%), комбикормов (17%), хлеба и хлебобулочных изделий (13%) и птицеводство, в т.ч. производство бройлеров (16%) и яиц (7%).

В третьем займе в качестве эмитента выступает управляющая компания ОАО «АПК «ОГО», а поручителями являются зерноторговая компания ООО «ТД «ОГО-Продукты», а также ООО «Агропроминвест», совмещающая торговую деятельность и управление бизнес-направлением «мука и комбикорма». Такая структура выпуска несет весомые риски: ввиду специфики деятельности на участвующих в займе компаниях практически отсутствуют основные средства (в то время как их рыночная оценка по всему холдингу составляет 3.8 млрд. руб.). Также, даже предполагая отсутствие внутренних оборотов между этими компаниями, эмитент и поручители по итогам 2006 года генерировали менее 25% консолидированной выручки и 40% операционной прибыли Группы.

В настоящее время принятая ОАО «АПК «ОГО» стратегия развития направлена на построение вертикально-интегрированного перерабатывающего холдинга, работающего на перспективных рынках с высокой для сельскохозяйственной отрасли рентабельностью.

В рамках реализации данной стратегии ОАО «АПК «ОГО» в 1 квартале 2007 года «вышла» из бизнеса по производству яиц с целью его дальнейшей продажи и, кроме того, выделила зернотрейдинговое направление, которое консолидируется на балансе поручителя по облигационному займу ООО «ТД «ОГО-Продукты», в отдельную независимую компанию. При этом, планы по продаже зерноторгового бизнеса пока не озвучены. Выделенные компании по-прежнему остаются в собственности акционеров, при этом являются «финансово независимыми». Таким образом, при оценке эмитента необходимо использовать не только консолидированную отчетность реструктуризированного холдинга, но и отчетность поручителя по облигационному займу - ООО «ТД «ОГО-Продукты».

В результате реструктуризации, в 2007 году обороты холдинга должны снизиться на 18.3% до 7.8 млрд. руб. Мы отмечаем, что такие колебания выручки, причем в сторону снижения, стали характерны для компании: в 2005 году, в результате продажи масложирового направления деятельности, выручка снизилась на 13.1% до 9.9 млрд. руб. В то же время, учитывая обороты поручителя по облигационному займу ООО «ТД «ОГО-Продукты», которые в 2006 году превысили 1 млрд. руб., общая выручка ГК «ОГО» и ООО «ТД «ОГО-Продукты» изменится в 2007 году не так существенно.

С точки зрения долговой нагрузки, реструктуризация также имела неоднозначный эффект. С одной стороны, данные мероприятия приводят к снижению долговой нагрузки реструктуризированного холдинга: в 1 квартале 2007 года финансовый долг снизился с 6.4 млрд. руб. до 3.9 млрд. руб., debt/EBITDA – с 6.5 до 5.2. С другой стороны, на балансе ООО «ТД «ОГО-Продукты» остается довольно существенный объем финансовых обязательств, составляющих по состоянию на 1.04.2007 года 1.7 млрд. руб., что несколько «нивелирует» положительный эффект реструктуризации с точки зрения инвестора: по состоянию на 1.04.2007 г. общий объем долга ГК «ОГО» и не входящего в холдинг поручителя по облигационному займу ООО «ТД «ОГО-Продукты» оценивается нами на уровне 5.6 млрд. руб., debt/EBITDA (по итогам 2006 года) – 5.7.

После реструктуризации, АПК «ОГО» сконцентрируется на развитии наиболее рентабельных и перспективных с точки зрения прогнозируемых темпов роста направлений – птицеводства и производства комбикормов. Так, на 2007 год запланирован ряд инвестиционных проектов общим объемом 424 млн. руб., которые планируется профинансировать за счет кредита Россельхозбанка, собственных средств, а также за счет средств облигационного займа. Помимо этого, средства от размещения облигаций будут направлены на пополнение оборотного капитала в размере 600 млн. руб. и на рефинансирование краткосрочных кредитов. В то же время, АПК «ОГО» не скрывает того факта, что зернотрейдинговое направление бизнеса потребует значительного объема инвестиций. В результате, к концу года долговая нагрузка холдинга и ООО «ТД «ОГО-Продукты» сохранится на высоком уровне (debt/EBITDA составит, по нашим оценкам, не менее 6.0), характерном для многих агропромышленных холдингов.

В целом, концентрация на «перспективных» направлениях, в т.ч. реализация инвестиционной программы, в среднесрочной перспективе должна привести к увеличению выручки и

АПК ОГО-3

Размещение: 06 июля 2007

Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 3 года (1 год)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2 купон приравнивается к первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Уралсиб

повышению рентабельности холдинга: уже в 2007 году холдинг ожидает увеличение EBITDA margin с 10.3% до 11.2%. В то же время зерноторговое направление, результаты от которого генерируются на балансе поручителя, характеризуются низкой рентабельностью, в результате чего консолидированная норма прибыли (холдинга и поручителя ООО «ТД «ОГО-Продукты») оценивается нами на более низком уровне.

В настоящее время на долговом рынке активно торгуется второй выпуск АПК «ОГО». В то же время, короткая дюрация не позволяет использовать его в качестве ориентира по доходности. Среди компаний агропромышленного сектора ориентиром по доходности для АПК «ОГО» является, на наш взгляд, третий выпуск Группы компаний «Аркада», торгующийся с доходностью 13.7% годовых к оферте 10.10.2008 года, что соответствует спреду к ОФЗ в размере около 820 б.п. Оба холдинга характеризуются неоптимальной структурой займа, невысокой прозрачностью и реализуют похожие стратегии, направленные на увеличение доли бизнеса с высокой добавленной стоимостью. Аркада несколько меньше по масштабам бизнеса: по итогам 2006 года выручка ГК «Аркада» составила 7 млрд. руб. против 9.6 млрд. руб. у АПК «ОГО». Долговая нагрузка обоих холдингов находится на высоком уровне, при этом у Аркады она несколько ниже. Поскольку АПК «ОГО» пока не планирует продажу зерноторгового направления бизнеса (ООО «ТД «ОГО-Продукты»), выделенного в независимую компанию в 1 квартале 2007 года, на которой сосредоточена существенная величина финансовых обязательств, уменьшение долгового бремени АПК «ОГО» и выделенной компании в ближайшее время, по нашему мнению, не произойдет.

Основные финансовые показатели АПК «ОГО» и ГК «Аркада».

	АПК ОГО	Аркада
Выручка	9570,8	7022,7
Темпы роста	-3,5%	161%
Опер. прибыль	399,8	532,7
ЕБИТДА	983,6	559
Чистая прибыль	104,3	147
Опер. рент-ть	4,2%	7,6%
ЕБИТДАmargin	10,3%	8,0%
Долг	6373,2	2579
Debt/ЕБИТДА	6,5	4,6
Debt/ЕБИТДА на конец 2007 г	Более 6,0	5,0-5,5

Источник: данные компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

В целом, риски, связанные с приобретением облигаций ОАО «АПК «ОГО» и Аркады, мы оцениваем примерно одинаково. Таким образом, справедливый спред третьего выпуска облигаций ОАО «АПК «ОГО» к ОФЗ, по нашим оценкам, составляет 810-830 б.п., что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 13.6%-13.8%.

В начале следующей недели X5 разместит первый 9 миллиардный транш объявленного в начале года плана по мега-займу на 25 млрд. руб. Размещение 9 млрд. руб. предусматривает замену двух выпусков Пятерочки (на 4.5 млрд. руб) и Перекрестка (на 1.5 млрд. руб.). Облигации размещаются на 7 лет с трехлетней офертой.

Из общего размера привлеченных средств порядка 6.3 млрд. руб. будет направлено на выкуп трех торгующихся выпусков, 1 млрд. руб. на развитие сети, а оставшаяся часть на погашение краткосрочных кредитов (~\$65 млн.). В отношении двух оставшихся траншей на сумму 16 млрд. руб. представители компании заявили, что размещения в текущем году, скорее всего не будет.

Два выпуска Пятерочки будут выкуплены 9 июля по цене 109.3% и 104.55% от номинала, что практически соответствует текущим ценам (109.25% и 104.51% соответственно). 12 июля состоится выкуп облигационного займа Перекрестка по цене 100% от номинала. Первый заем Пятерочки торгуется с купоном 11%, второй – 9.3%, Перекрестка – 8.15%.

Оба выпуска Пятерочки торгуются со спредом порядка 200-210 б.п., который, на наш взгляд, справедливо отражает кредитное качество эмитента. Мы полагаем, что заем X5 должен торговаться с аналогичным спредом. Таким образом, мы считаем справедливой доходность в диапазоне 7.85-7.95%, что соответствует купону 7.7-7.8%.

По нашим оценкам, при размещении нового займа под указанные ставки и реструктуризации существующих двух компания сможет сэкономить порядка 100 млн. руб. на процентных платежах. Вслед за новостью о размещении первого транша, компания объявила о привлечении синдицированного кредита на \$1 млрд. сроком на два года под ставку LIBOR

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

X-5-Финанс

Размещение: 10 июля 2007

Объем: 9 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 7 лет (3 года)

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

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организатор: Райффайзенбанк

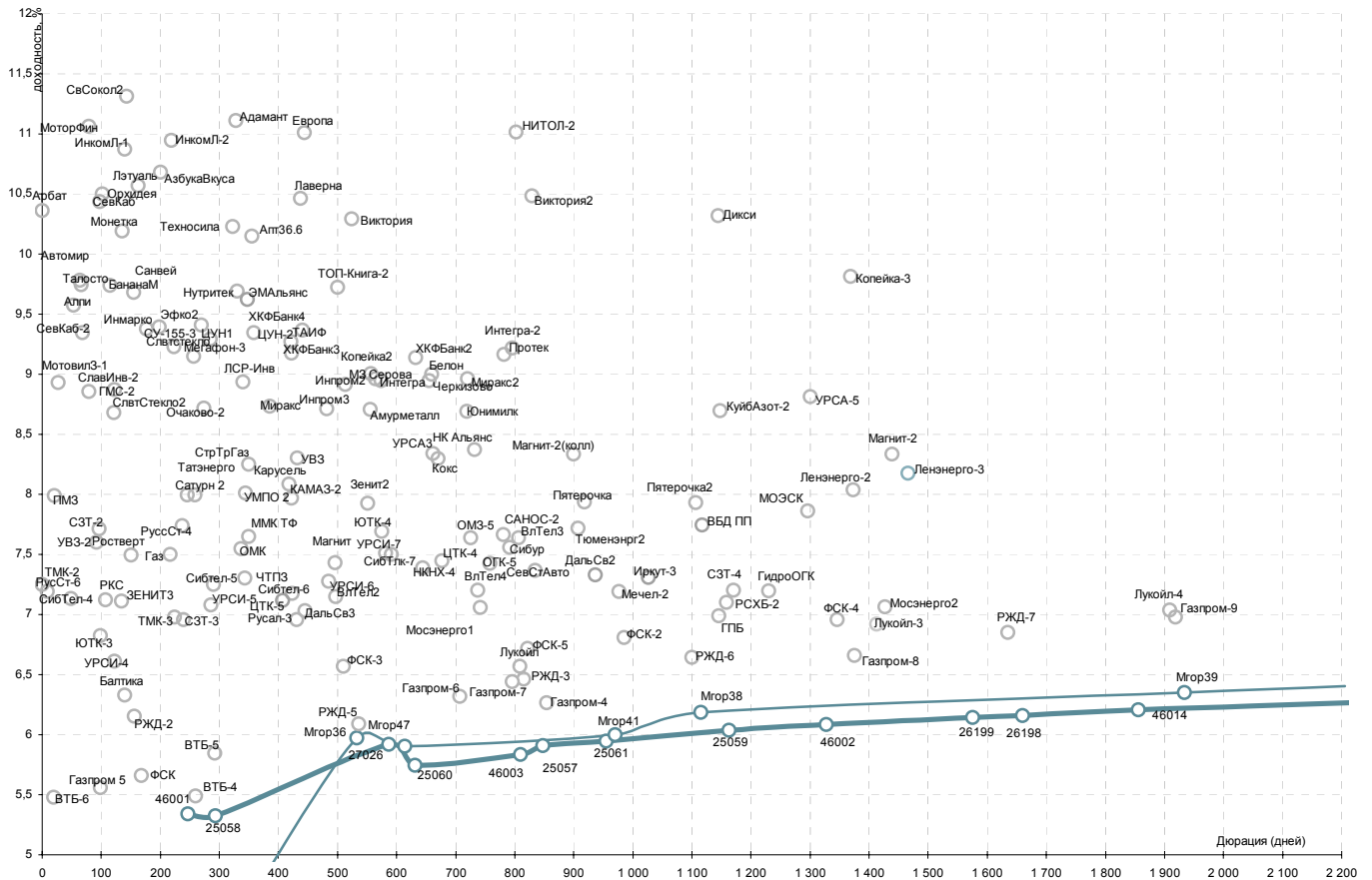
+ 0,75%. Кредит в полном объеме будет направлен на рефинансирование существующего синдицированного кредита в объеме \$800 млн., полученного под ставку LIBOR + 2.25-2.5%, а также на замещение других небольших краткосрочных банковских кредитов. Привлечение более дешевого финансирования также позволит Х5 сэкономить еще порядка \$11 млн. на финансовых расходах, что в совокупности должно обеспечить повышение чистой рентабельности, которая по итогам прошлого года упала до 3% с 6.7% в 2005 г.

На наш взгляд, по итогам текущего года кредитное качество компании должно улучшиться, учитывая, что в абсолютном выражении долговая нагрузка останется практически без изменений, а рост выручки и EBITDA должен быть весьма существенным. По результатам первого квартала текущего года выручка выросла на 45.1% до \$1106.2 млн. с \$762.3 млн., EBITDA - на 53.3% до \$107.1 млн. с \$69.8млн. годом ранее. При условии, что синдицированный кредит не приведет к увеличению долга и дополнительных займов в текущем году не будет, долговую нагрузку на конец года можно оценить в \$1.2 млрд., а соотношение долг/EBITDA – в 3.0х. По собственным оценкам компании, соотношение чистый долг/EBITDA в 2007 г. не превысит 1.2-1.3х.

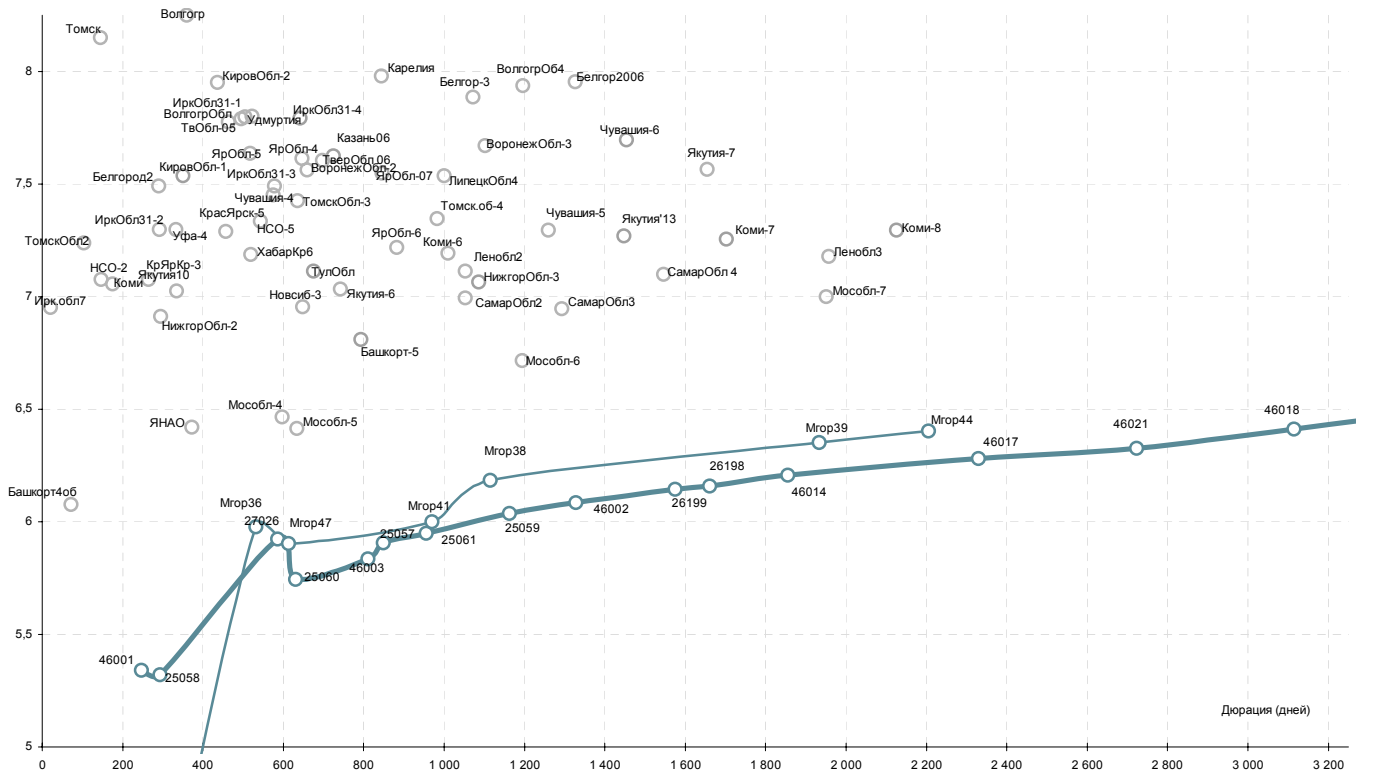
Изначально компания планировала провести допэмиссию акций на \$1 млрд. в текущем году и направить средства на исполнение опциона по покупке Карусели в течение первого полугодия 2008 г. Если же часть средств пойдет на финансирование органического развития сети (наряду с собственными денежными потоками, которые мы оцениваем порядка \$400 млн.), то в данном случае приобретение сети гипермаркетов может потребовать увеличение кредитного плеча в 2008 г., например, размещения оставшихся двух траншей на 16 млрд. руб.

На наш взгляд, исторический спрэд в 200 б.п. может сузиться в среднесрочной перспективе, если компания и в дальнейшем сможет улучшить или, по крайней мере, сохранить хороший кредитный профиль, выражающийся в умеренной долговой нагрузке, высоких темпах роста и параллельном повышении рентабельности.

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

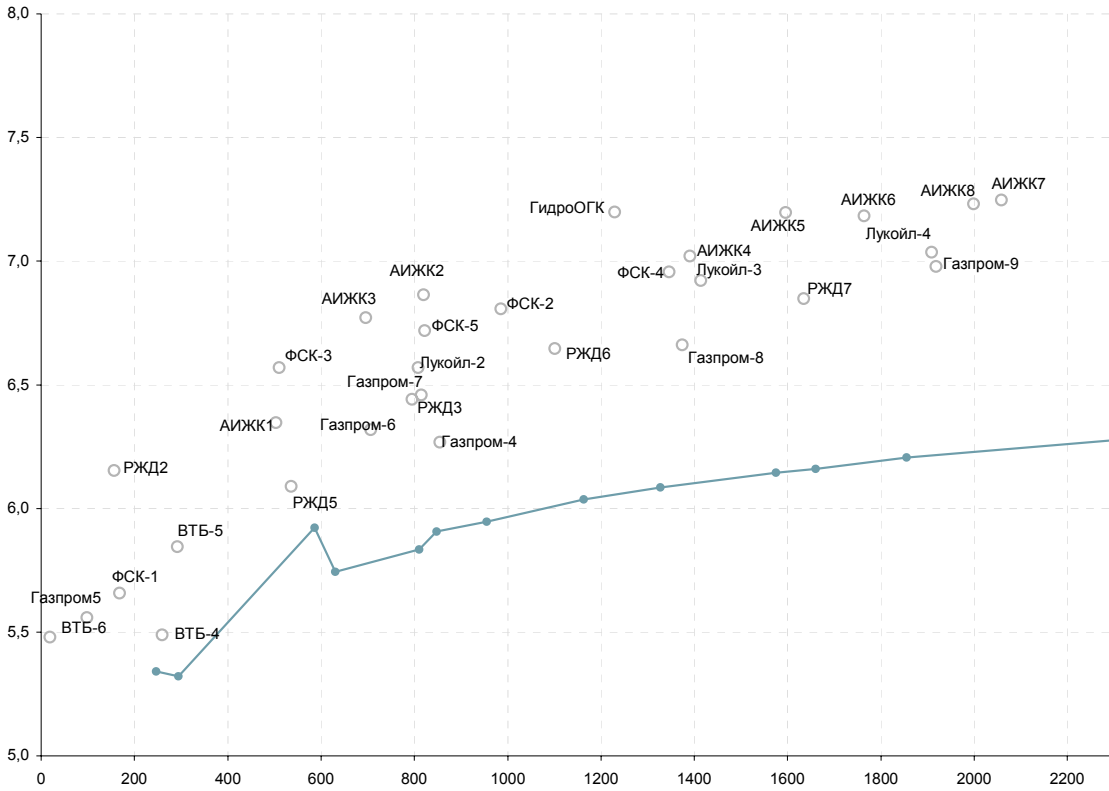


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

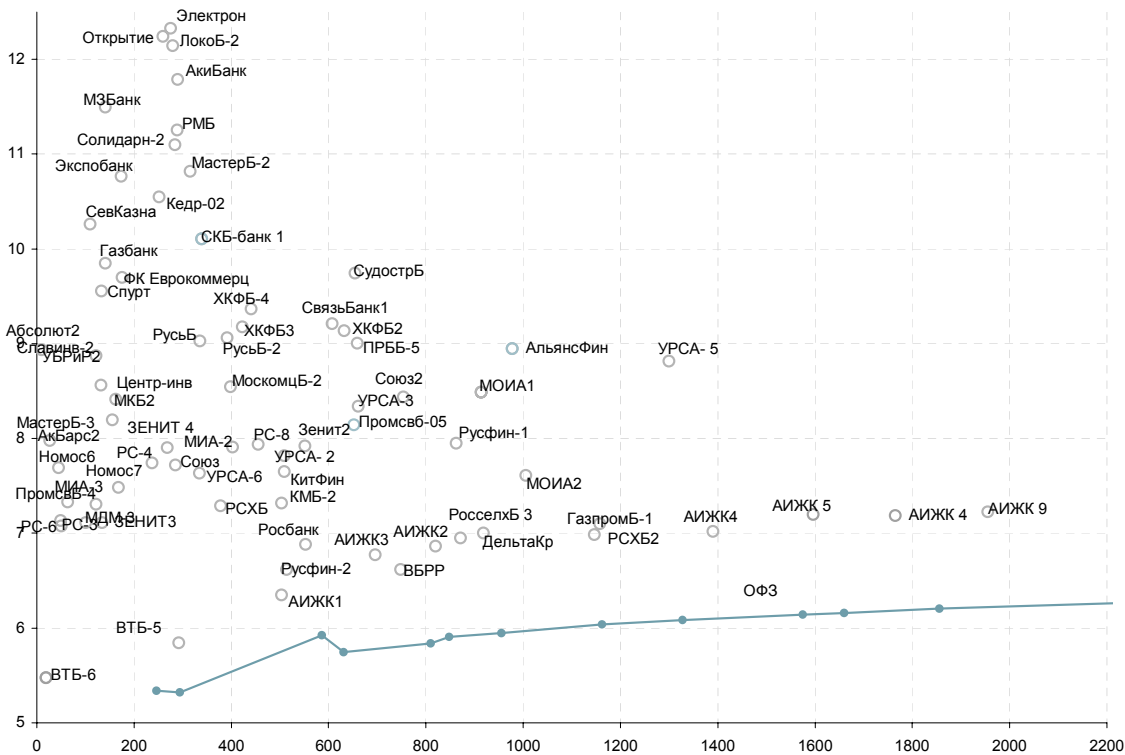


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

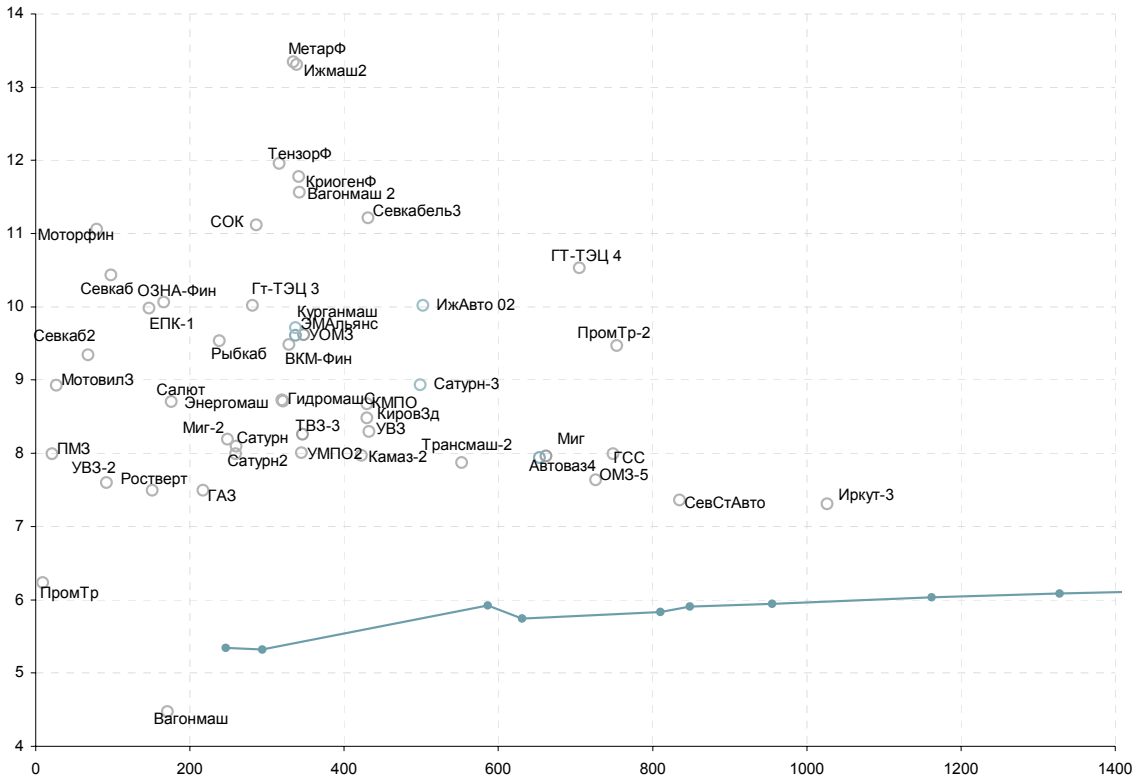
Blue chips



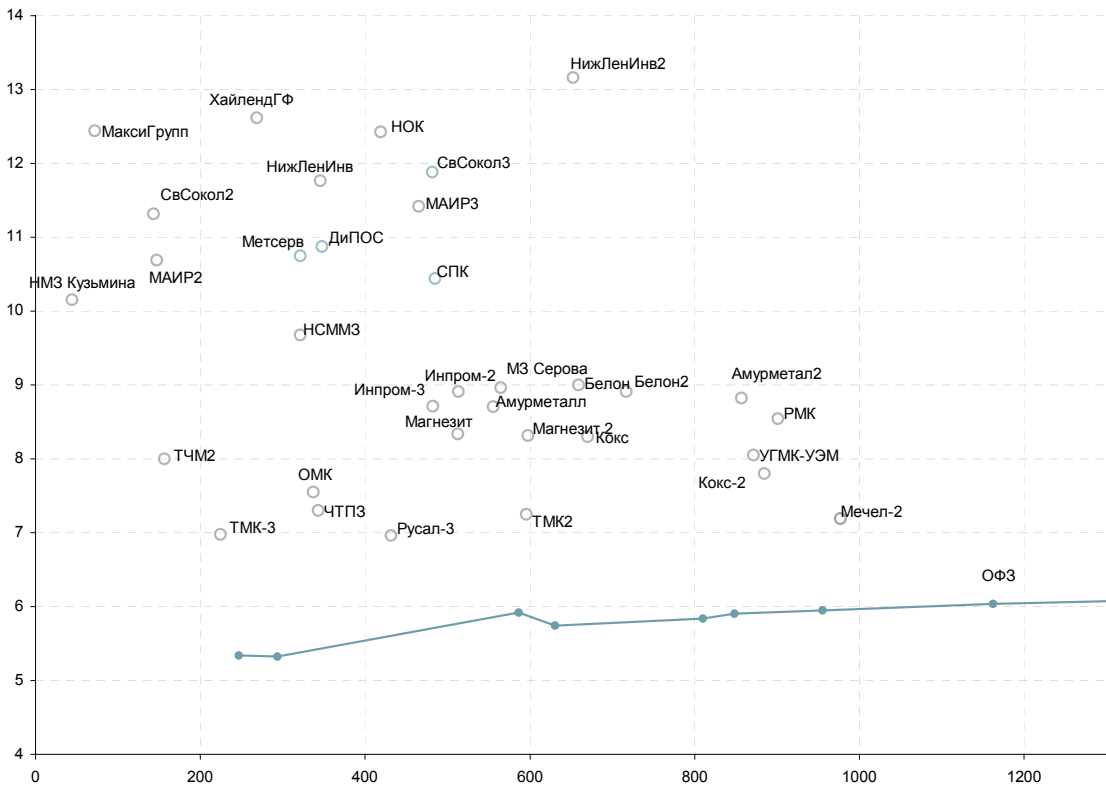
Банки, финансовые услуги



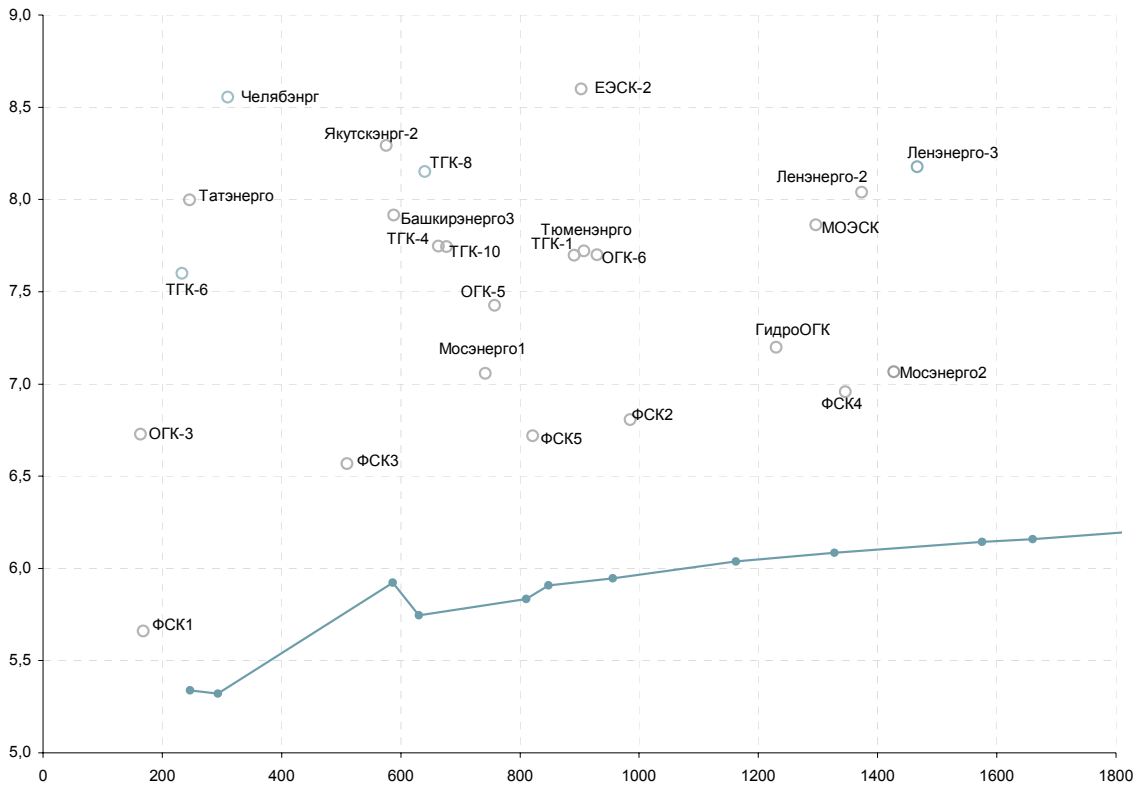
Машиностроение



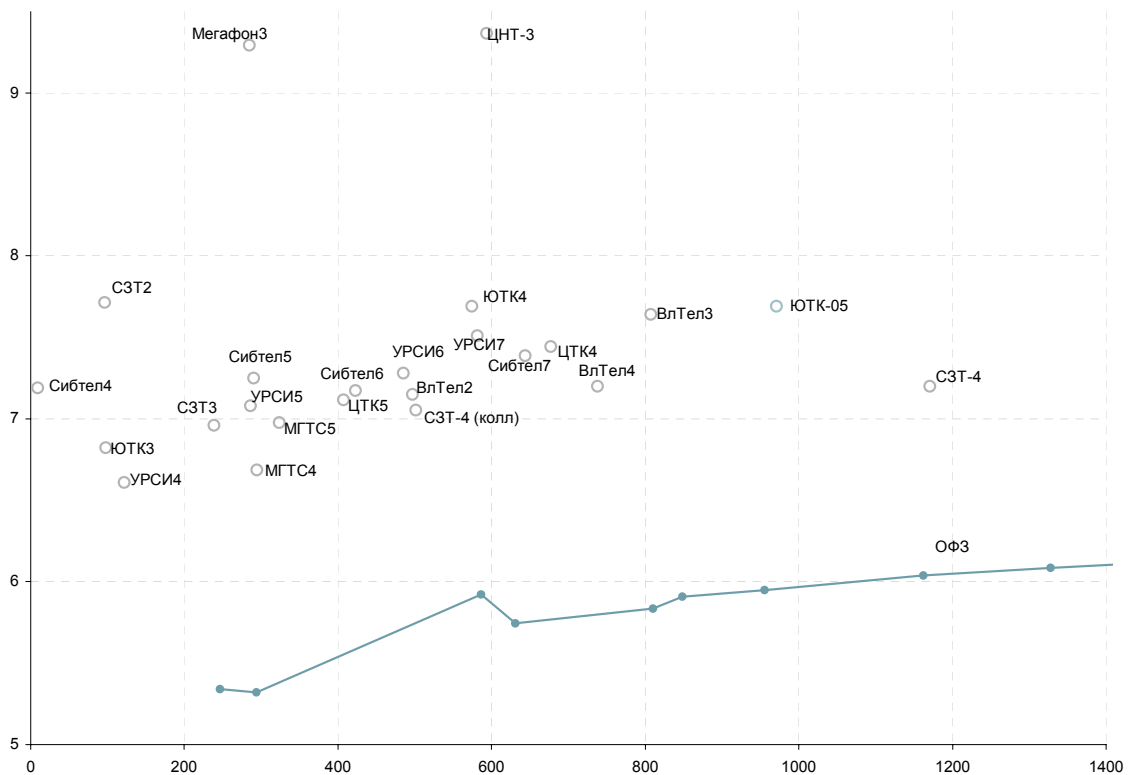
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



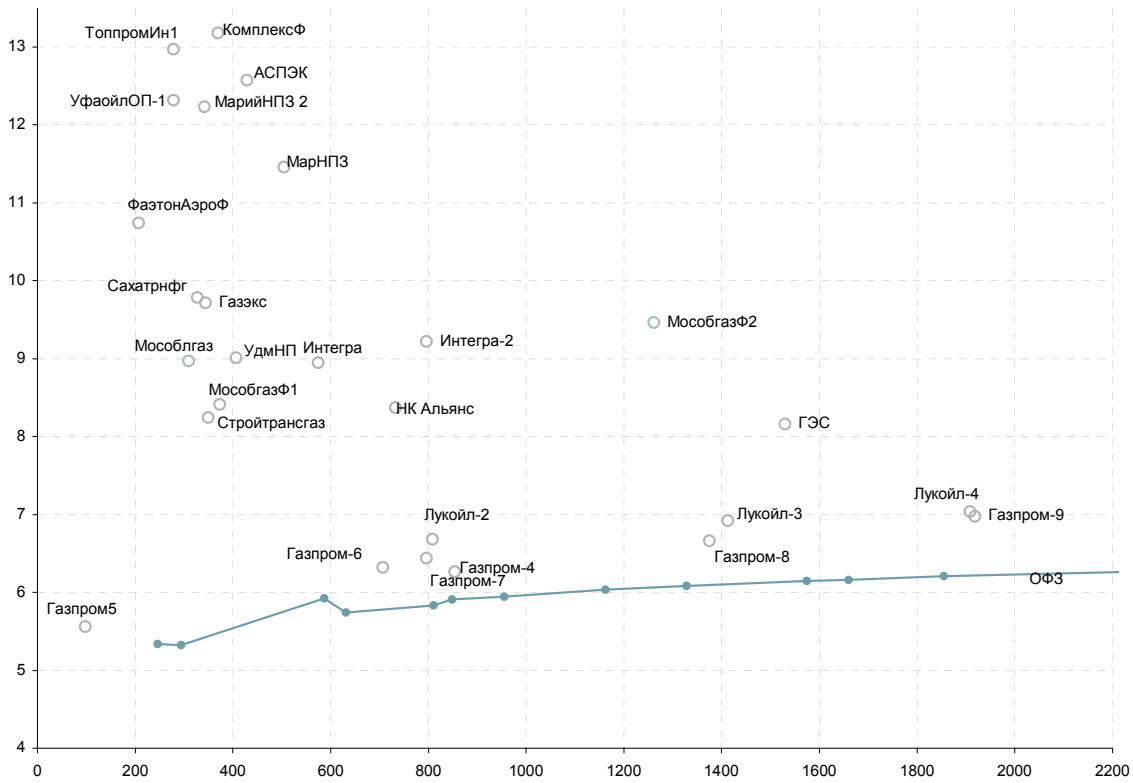
Энергетика



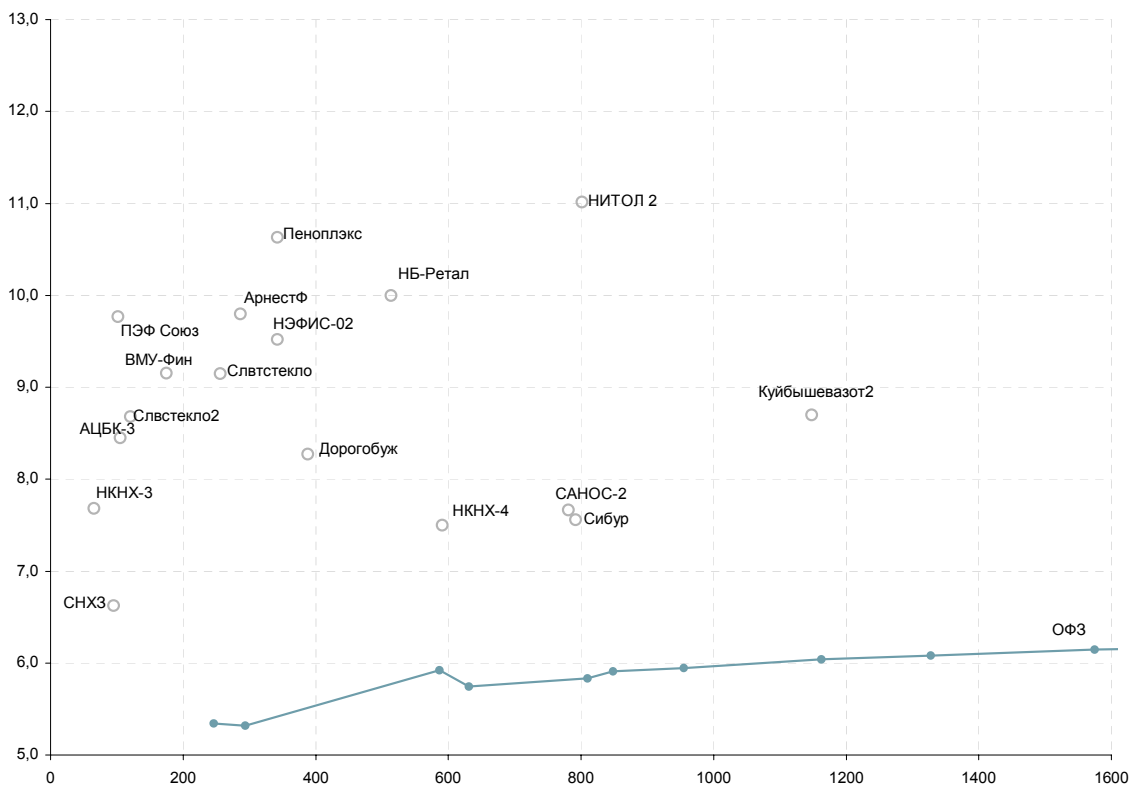
Телекомы



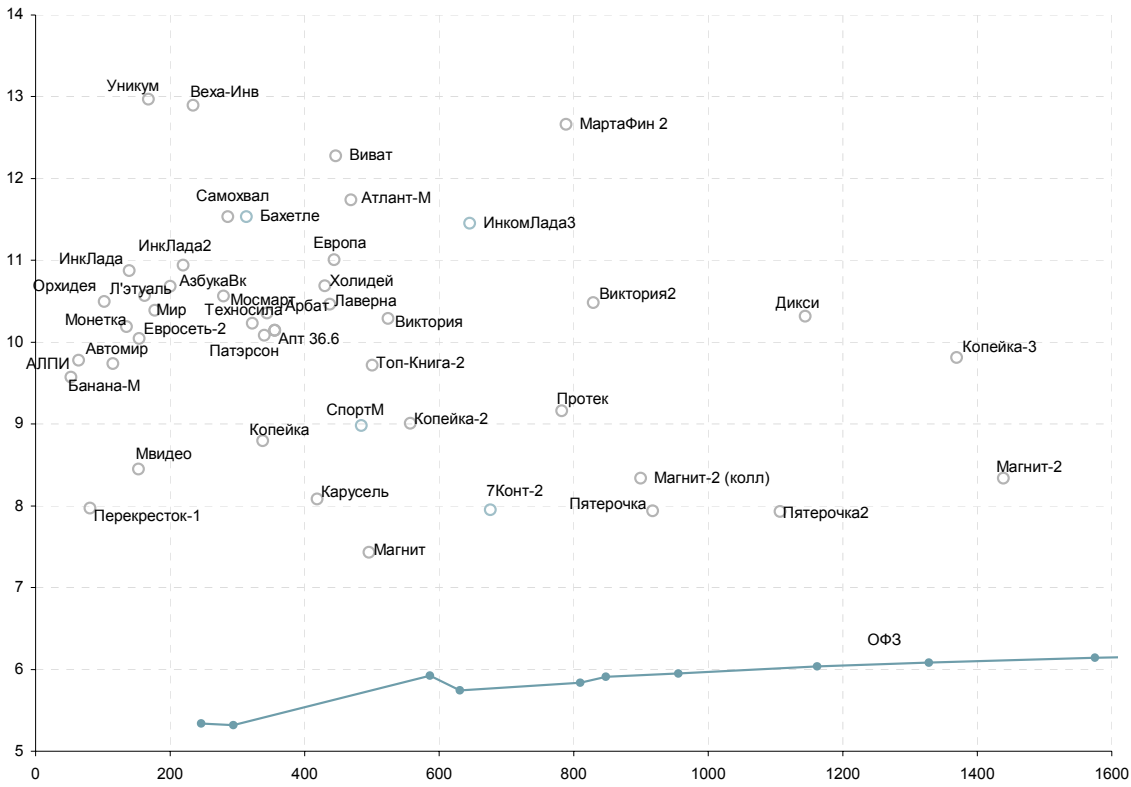
Нефтегазовая отрасль



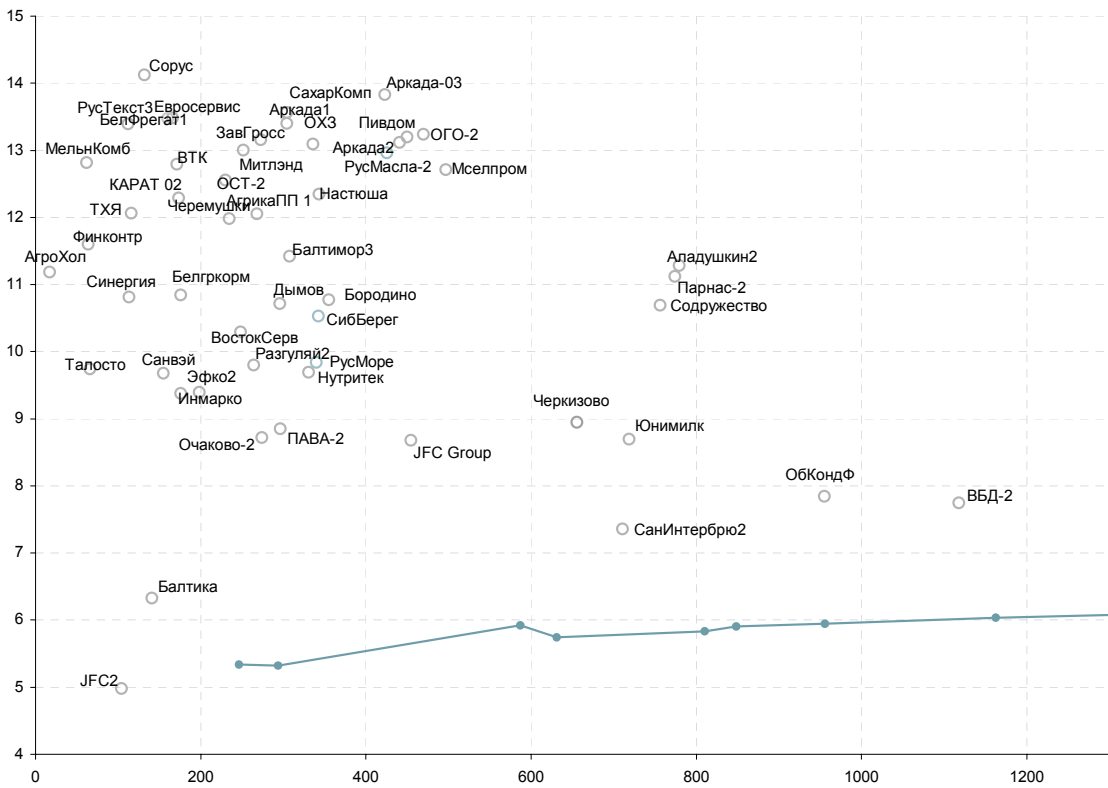
Химия и ЛПК



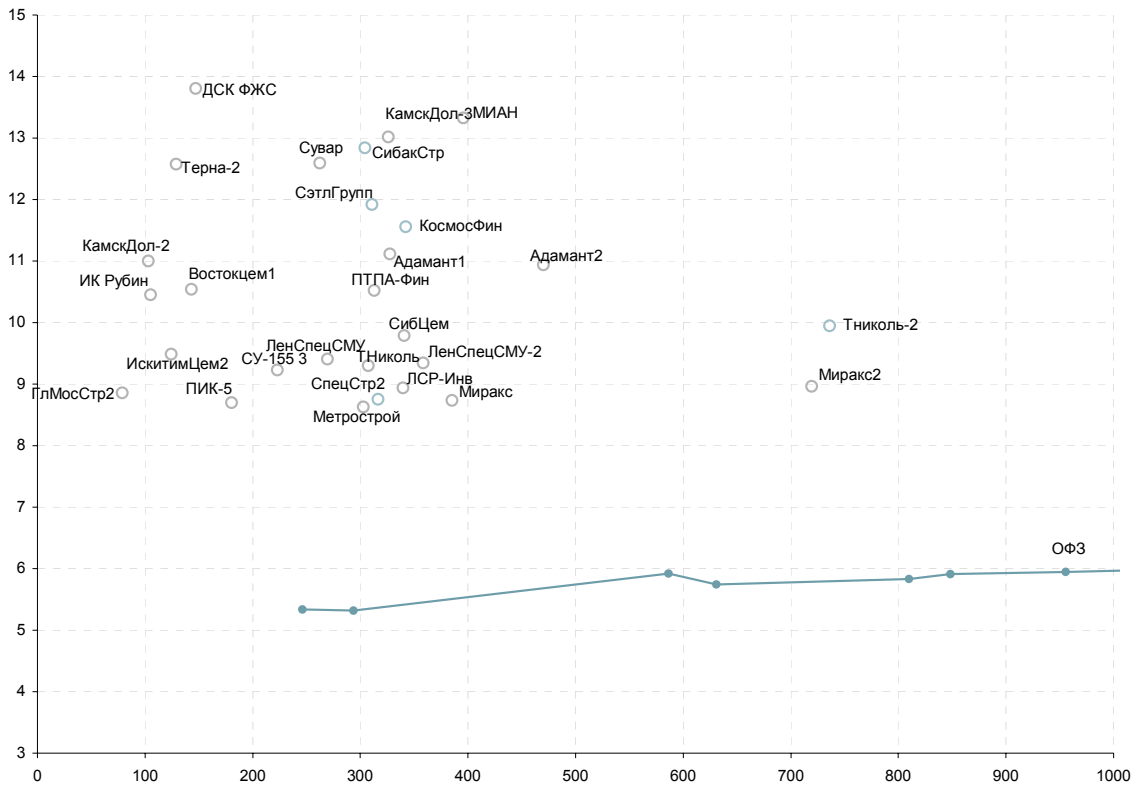
Ритейл



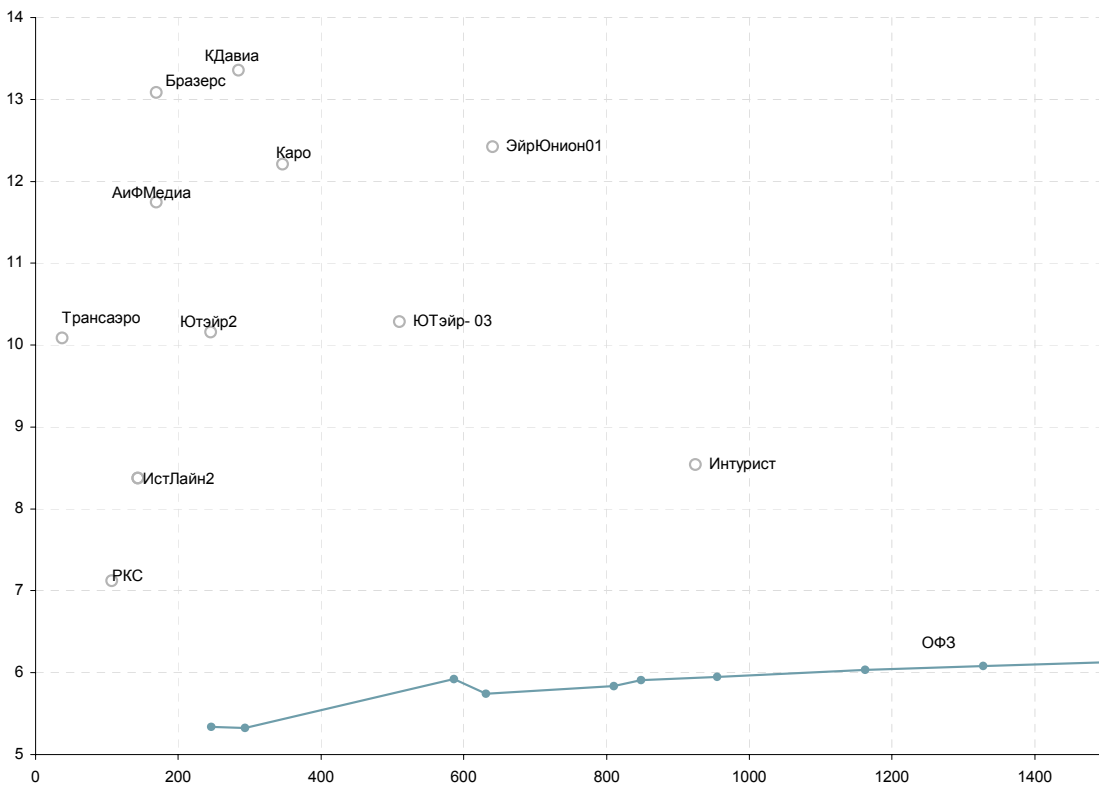
Пищевая промышленность и АПК



Строительство



Услуги



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
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
Анализ кредитных рисков	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru
Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@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.lityakov@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.