

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

Несмотря на снижение долговой нагрузки **АвтоВАЗа** по итогам года, компания продолжает проводить агрессивную финансовую политику. При этом, хотя видимое повышение эффективности, наряду с гарантированной господдержкой являются, несомненно, благоприятными факторами, тем не менее, сохраняются и ежегодно возрастают бизнес-риски, связанные со снижением спроса на отечественные автомобили. В связи с этим, мы полагаем, что выпуск АвтоВАЗа должен торговаться с кредитным спрэдом как минимум на 50 б.п. шире по сравнению с торгуемым выпуском ГАЗа и КАМАЗа. Это соответствует верхней границе диапазона, предложенного организаторами - **8.55%** к двухлетней оферте. *(Подробнее стр.2)*

Автоваз	2
Атомстройэкспорт	3
СПК	5

Атомстройэкспорт – еще одна госкомпания на рынке рублевого долга. Высокий уровень господдержки «на высшем уровне» и будущая консолидация активов в атомной отрасли в рамках единого мегахолдинга – главные положительные факторы кредитного профиля. В то же время, на другой чаше весов бизнес-риски, связанные с длинным производственным циклом, и зашкаливающая долговая нагрузка. Справедливый уровень доходности к двухлетней оферте по Атомстройэкспорту, на наш взгляд, складывается в диапазоне **9% - 9.2%** (спрэд к ОФЗ 320-340 б.п.), что близко к первоначальным прогнозам организаторов. *(Подробнее стр.3)*

Сильная подверженность финансовых результатов колебаниям рынка и растущая конкуренция, ограничивающая рентабельность – ключевые риски **СПК**. В пользу компании говорят умеренная долговая нагрузка, солидный портфель недвижимости и уверенная рыночная позиция. Последний ориентир организаторов по купону на уровне 11%, что соответствует доходности **11.3%** годовых к оферте, на наш взгляд, адекватно отражает рискованность вложений в облигации СПК. *(Подробнее стр.5)*

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Даниил Иванов
daniil.ivanov@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Прогноз организатора	Оценки Банка ЗЕНИТ
29 май	Автоваз-4	5 000	ВТБ	УТР 8,35% - 8,55%	УТР 8,55%
29 май	Атомстройэкспорт-Финанс	1 500	Русские Фонды, ВТБ	УТР ~ 9,2%	УТР 9% - 9,2%
29 май	Свободный Сокол-3	1 200	Траст	УТМ 11,5% - 11,9%	
29 май	УК СПК	1 000	Тройка Диалог	УТР 11,3%	УТР 11,3%
29 май	Пермэнерго	1 000	Агропромкредит	~ 9%	-
30 май	Банк Жилищного Финансирования	1 350	Морган Стэнли банк	н/д	-
30 май	МеталлСервис Финанс	1 500	ТранскредитБанк	УТР 11% - 11,2%	-
30 май	КБ Дельтакредит-2	2 000	Райффайзенбанк	MosPrime + 50-90 б.п.	-

29 июня размещается четвертый облигационный заем крупнейшего российского автопроизводителя АвтоВАЗа со следующими параметрами: объем – 5 млрд. руб., срок обращения – 7 лет, оферта – 2 года. Оценка справедливой доходности организатора – 8.35-8.55%.

В конце 2005 г. произошла смена руководства компании: в настоящее время более 60% акций компании контролируется ФГУП Рособоронэкспорт, что позволяет рассматривать АвтоВАЗ как госкомпанию.

В прошлом году объем производства автомобилей АвтоВАЗа вырос на 6%, а производство комплектующих, напротив, сократилось на 24%. В итоге совокупный объем производства остался практически без изменений на уровне прошлого года, а на текущий год прогнозируется незначительное снижение показателя до 960 тыс. (автомобили+комплектующие) с 965 тыс. в 2006 г. Снижение темпов продаж и вытекающий отсюда значительный масштаб затоваривания уже были зафиксированы по итогам первого квартала, что привело к падению выручки на 17.75%, а, соответственно, и сокращению рыночной доли компании в пользу иностранных производителей.

По итогам прошлого года, на основе данных отчетности по РСБУ выручка выросла на 15%, валовая рентабельность - до 11.6% с 9.8% в 2005 г., рентабельность EBITDA – до 7.4% с 6.2%. Таким образом, смена руководства, произошедшая в конце 2005 г., напрямую отразилась в повышении эффективности деятельности завода, в первую очередь, за счет пересмотра невыгодных для компании условий договоров с поставщиками и дилерами. С позитивной стороны мы также отмечаем снижение долговой нагрузки: Долг/EBITDA в 2006 г. снизилось до 2.03х с 2.9х по итогам 2005 г. при весьма незначительном сокращении объема долга в абсолютном выражении и росте EBITDA на 38%.

	2004	2005	2006
Объем производства, тыс. шт.	1019,3	960,2	965,2
Выручка, млн. руб.	125976	132531	152445
Темпы роста выручки, %		5,2%	15,0%
EBITDA, млн. руб.	13317	8180	11333
Рентабельность EBITDA, %	10,6%	6,2%	7,4%
Долг, млн. руб.	19474	23865	23067
Долг / EBITDA	1,5	2,9	2,0

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Тем не менее, АвтоВАЗ продолжает проводить достаточно агрессивную финансовую политику, обусловленную значительными инвестиционными потребностями на обновление модельного ряда и повышение технических характеристик. Так недавно компания, Reiffeisen Zentralbank Osterreich AG и ЗАО "Райффайзен банк Австрия" (Москва) подписали соглашение о предоставлении АвтоВАЗу синдицированного кредита в размере \$500 млн., с последующим направлением средств на финансирование текущих проектов, в том числе, и на модернизацию производства. Первый транш в размере \$250 млн. будет перечислен не позднее 31 июля текущего года. В связи с этим мы не исключаем, что по итогам текущего года на фоне падения объема продаж и при частичном рефинансировании долговой нагрузки за счет привлекаемого займа, соотношение Долг/EBITDA вновь превысит 3.0х.

В ближайшие годы обновление модельного ряда должно стать для АвтоВАЗа «задачей

Автоваз-4

Размещение: 29 мая 2007

Объем: 5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 7 лет (2 года)

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

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: ВТБ

номер 1». Помимо запущенного в 2004 г. производства модели LADA-Kalina, в 2007 г. был осуществлен запуск новой модели LADA-Priora, которая призвана заменить наиболее популярную LADA 110. Кроме того, в декабре 2006 г. между АвтоВАЗом и канадским производителем Magna было достигнуто соглашение о совместном производстве нового автомобиля класса «С». Объем производства составит более 220 тыс. автомобилей в год с дальнейшим наращиванием объемов производства до 450 тыс., первые автомобили нового семейства сойдут с конвейера в конце 2009 г.

При том, что смена руководства и видимое повышение эффективности деятельности, наряду с гарантированной государственной поддержкой являются, несомненно, благоприятными факторами, тем не менее, сохраняются и ежегодно возрастают бизнес-риски, связанные со снижением рыночного спроса на автомобили отечественного производства. Так на российском рынке доля новых иномарок в совокупном объеме продаж увеличилась с 26% в 2002 г. до 71% в 2006 г., а уже по результатам первого квартала текущего года данный показатель составил 85%.

Новые модели АвтоВАЗа будут позиционироваться в диапазоне \$12-15 тыс., в котором широко представлены и занимают агрессивные позиции модели корейских, некоторых европейских и потенциальных китайских производителей, отличающихся более высокими техническими характеристиками при сопоставимых ценах. По итогам 2006 г. Hyundai вышел на третье место по продажам на рынке РФ среди иномарок. Кроме того, грядет «китайское наступление» (продажи Chery, вышедшей на рынок только в 2005 г., в прошлом году составили чуть менее 11 тыс. автомобилей), и на наш взгляд, именно «китайцы» станут основными соперниками LADA в силу сопоставимых цен и пока относительно сопоставимого качества. Здесь особо следует отметить, что китайский автопром следует тому же пути развития, что и корейский, уделяя особое внимание повышению качества автомобилей из года в год.

Кроме того, если же говорить о нише автомобилей до \$10 тыс., в которой АвтоВАЗ пока еще является лидером, то позиции российского производителя помимо «китайцев» и «корейцев» могут к 2010 г. потеснить и более «солидные» производители, такие как Nissan, Toyota, GM, Volkswagen, Skoda, которые заявили о своем желании вывести на российский рынок к этому времени малобюджетные автомобили от \$6 тыс. до \$10 тыс. АвтоВАЗ к 2010-2011 гг. намерен снять с производства дешевую «классику», а новые модели LADA-Priora и автомобили класса «С» будут, как мы говорили выше, позиционироваться в диапазоне \$12-15 тыс. Моделью, которая должна остаться в диапазоне ниже \$10 тыс. будет упрощенная LADA-Kalina, стоимость которой по оптимистичным оценкам руководства должна снизиться на \$2 тыс. от текущей цены.

На рынке торгуются выпуски других российских автопроизводителей – ГАЗа и КАМАЗа, которые, с нашей точки зрения, несут гораздо меньшие бизнес-риски в связи с сильными позициями компаний в сегменте востребованных коммерческих и грузовых авто, а также муниципального транспорта. Обе компании торгуются с близкими спредами к ОФЗ – КАМАЗ-2 -215 б.п., ГАЗ – 220 б.п.

Оценка справедливой доходности организатора подразумевает разницу в кредитных спредах АвтоВАЗа и двух аналогов в диапазоне 30-50 б.п. На наш взгляд, несмотря на то, что АвтоВАЗ является крупнейшим представителем российского автопрома с выручкой свыше \$5.5 млрд., тем не менее, значительный риск, связанный с перспективами дальнейшего развития (возможным падением объемов продаж и выручки по мере ускользающей доли отечественного рынка) обуславливает премию к кредитным спредам аналогов не менее 50 б.п. **Таким образом, мы полагаем, что справедливой можно рассматривать верхнюю границу диапазона, предложенного организаторами (8.55% к двухлетней оферте).** Тем не менее, нельзя исключать, что на фоне сложившейся благоприятной рыночной конъюнктуры размещение будет более агрессивным и пройдет ниже справедливого, по нашему мнению, уровня.

Во вторник свой дебютный займ предложит инвесторам Атомстройэкспорт – выпуск на 1.5 млрд. рублей размещается на 4 года с двухлетней офертой. Организатор – Русские Фонды.

Атомстройэкспорт – компания, специализирующаяся на выполнении иностранных заказов по сооружению и реконструкции ядерных реакторов и энергоблоков. Кроме того, эмитент занимается сервисным обслуживанием мощностей и поставками ядерного топлива для АЭС. Компания контролируется государством в лице структур Росатома (ФГУП ВПО «Зарубежатомэнергострой» и ОАО «ТВЭЛ»), контролирующих 50.15%, и Газпромбанка, которому принадлежит 49.84%. В перспективе 2007-2008 гг. компания, как и другие пред-

Атомстройэкспорт-финанс

Размещение: 29 мая 2007

Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 4 года (2 года)

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

Доходность к погашению

приятия, связанные с атомной промышленностью, по всей видимости, войдет в состав крупного госхолдинга «Атомэнергопром». Стоит отметить, что хотя этот факт безусловно можно расценивать позитивно с точки зрения кредитного профиля компании, вхождение в новую структуру вероятно потребует преобразования из ЗАО в ОАО (по данным менеджмента, это должно случиться до конца года), что подразумевает определенные риски для инвесторов в облигации Атомстройэкспорта, связанные с «замораживанием» торгов по бумаге и возникновением «внеплановой» оферты.

В настоящий момент Атомстройэкспорт реализует несколько крупных проектов, формирующих основной объем продаж (11.94 млрд. руб. в прошлом году): АЭС Кундакулам в Индии (52% выручки), АЭС в Бушере (36%), Иран, строительство Тяньваньской АЭС в Китае (5%), а также ряд прочих, более мелких проектов по сервисному обслуживанию и поставкам топлива. Большинство контрактов было получено в рамках межправительственных соглашений в 90-х гг. и сейчас приближаются к завершающей стадии. Кроме того, в прошлом году Атомстройэкспорт выиграл тендер на сооружение АЭС Белене в Болгарии общей стоимостью контракта в 135 млрд. руб., что можно считать крупным успехом учитывая довольно сильную конкуренцию на рынке со стороны ведущих западных генподрядчиков.

«Государственный» статус компании, обеспечивающий новые контракты как результат общения между странами «на высшем уровне», имеет и обратную сторону, связанную с рисками околополитического характера – главным примером чего является иранский проект Атомстройэкспорта. Несмотря на тот факт, что по данным меморандума существенная доля средств оплачивалась авансом, в прогнозной выручке на 2007 год (17.97 млрд. руб.) на Иран приходится почти треть, т.е. около 5 млрд. руб. При этом, сравнительно недавно в СМИ проходила информация со ссылкой на источник в Росатоме о том, что с начала года иранская сторона перечислила только 20 млн. долл., что ставит под вопрос будущие поступления по этому проекту.

С точки зрения бизнеса, основные риски эмитента связаны с довольно длинным производственным циклом – 3-5 лет, и, как следствие, непостоянным денежным потоком. Атомстройэкспорт в рамках проектов выступает в роли подрядчика – т.е. возводит проект на средства, выделяемые заказчиком. Средства заказчика отражаются в балансе компании, в «прочих долгосрочных обязательствах» (17.7 млрд. руб. на 01.01.2007) и кредиторской задолженности (5.9 млрд. руб.), в зависимости от срока платежа. Им корреспондируют статьи актива «Затраты в незавершенном производстве» (17.1 млрд. руб.) и «дебиторская задолженность» (11.45 млрд. руб.), по мере выполнения отдельных этапов работ средства списываются на выручку. При этом, часто существенная доля средств оплачивается заказчиком по факту выполнения работ. Как следствие, подрядчик вынужден финансировать разрывы в оборотном капитале за счет заемных средств. На конец 2006 года долговая нагрузка эмитента была довольно высокой: показатель Debt/EBITDA превышал 5.2 (объем долга – 8.4 млрд. руб.), EBITDA/Interest – 2.2. После размещения займа покрытие долга, отталкиваясь от показателя EBITDA за прошлый год, должно еще ухудшиться – до 5.85, что можно было бы считать критическим уровнем, если бы в структуре кредиторов не преобладали средства, предоставленные одним из акционеров, Газпромбанком. Мы полагаем, что статус компании позволяет ей рассчитывать на получение необходимого рефинансирования в госбанках – и вместе с тем, высокая потребность в заемных средствах и, как следствие, хроническая высокая долговая нагрузка должны найти отражение в уровне доходности по выпуску.

Атомстройэкспорт, млн. долл.	2006	2007П	ОМЗ, млн.долл.	1пг2006
Выручка	453,5	696,51	Выручка	374,2
EBITDA	60,8	-	EBITDA	43,3
Финансовый долг	317,9	-	Финансовый долг	275,1
EBITDA margin	13%		EBITDA margin	12%
Debt EBITDA	5,23		Debt EBITDA	3,20

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Ближайшим ориентиром из торгуемых бумаг можно считать близкий по дюрации выпуск ОМЗ-5: основного поручителя по займу, Ижорские заводы, тоже планируется включить в создаваемый атомный мега-холдинг, что, вероятно, уже заложено в текущих ценах. Доходность по ОМЗ-5 в последнее время колеблется в диапазоне 7.6% - 7.9%. Правда, это обуславливается не только непосредственно кредитным качеством бумаги, но и ее вхождением весной в котировальный лист А1. Без последнего фактора, доходность ОМЗ-5, на наш взгляд, могла бы составлять около 8.5% - на этом уровне она колебалась до попадания в заветный список в апреле. Учитывая, что сроки и условия создания холдинга, в который могут войти обе компании (в случае ОМЗ – ключевой актив), пока четко не определены, мы полагаем, что риски двух бумаг пока рано расценивать как одинаковые – Атомстройэкспорт, на наш взгляд, должен нести премию к указанному нами теоретическому уровню по

ОМЗ -5. Премия обуславливается меньшим объемом бизнеса – выручка ОМЗ по МСФО 375 млн. долл. только за 1 полугодие 2006, а также менее существенной долговой нагрузкой – Debt/EBITDA на 01.07.2006 в районе 3.2. **Справедливый уровень доходности к двухлетней оферте по Атомстройэкспорту, на наш взгляд, складывается в диапазоне 9% - 9.2% (спрэд к ОФЗ 320-340 б.п.), что близко к прогнозам организаторов.**

Группа компаний «Сталепромышленная компания» (СПК) – один из крупнейших независимых металлотрейдеров, на долю которого приходится около 6% вторичной реализации металлопродукции (прокат, трубы, метизы) на российском рынке. Помимо торговли металлами, приносящей 96% общей выручки, компания занимается металлообработкой (3% оборота) и металлосервисом (1%). Сбытовая сеть, насчитывающая свыше 70 филиалов во всех федеральных округах РФ и в Казахстане, позволяет компании обслуживать более 30 тыс. клиентов. В основном, это – российские строительные организации и промышленные предприятия. Крупнейшими регионами сбыта являются Свердловская область (30% выручки) и Урал (22%). Доля продаж в Казахстане составляет 4%.

Наиболее уязвимым местом СПК, как и других металлотрейдеров, на наш взгляд, является сильная зависимость ее финансовых результатов от рыночных факторов. Компания несет те же конъюнктурные риски, что и ее поставщики: изменение стоимости сырья для металлургических предприятий напрямую отражается на закупочных ценах для металлотрейдера. К тому же, возможности компании при установлении торговых наценок ограничены высокой конкуренцией на рынке вторичной металлоторговли, где все более прочные позиции занимают сбытовые структуры металлургических холдингов, которые, помимо ценовых преимуществ, обеспечены дополнительной финансовой поддержкой. Кроме того, несмотря на растущий спрос строительной отрасли (45% продаж Группы), существует риск затоваривания внутреннего рынка из-за вытеснения отечественных производителей с зарубежных рынков конкурентами из стран Азиатского региона.

Таким образом, инвестиционную привлекательность СПК ослабляет низкая рентабельность: в 2006г. net margin составила 2.5%, EBITDA margin – 3.9%. Компания намерена повысить эффективность бизнеса, в первую очередь, за счет развития производственного направления, рентабельность которого составляет около 20%. В 2006г. данным направлением было выпущено 38.5 тыс. тонн продукции (арматура, профили, металлочерепица, профнастил и пр.) при мощности более 100 тыс. тонн. Такой запас мощностей объясняется сезонностью в строительной отрасли, на предприятия которой реализуется 90% выпускаемой продукции. Группа планирует увеличение доли производственного направления в выручке с 2.7% в 2006г. до 8.2% в 2007г. При прогнозном росте оборотов с \$750 млн. до \$1012 млн. это означает 4-кратный рост производства в стоимостном выражении. То есть, при полной загрузке мощностей потребуется их увеличение минимум на 50%, а с учетом запаса на сезонность – на 60-70% (в предположении сохранения цен на уровне 2006г.). Помимо расширения производства, для роста рентабельности бизнеса СПК намерена развивать инфраструктурную составляющую металлоторгового направления. В частности, планируется докупка оборудования и увеличение количества собственных складов, а также создание собственной логистической компании. Стоит отметить, что рост EBITDA margin до 6.6% в 2007г. – весьма оптимистичный прогноз, учитывая постоянно возрастающую конкуренцию в отрасли, незавершенность к середине 2007г. инвестиционных проектов по росту мощностей и их скромный потенциальный вклад в выручку.

Пока бизнес СПК не отличается высокой прозрачностью: не раскрываются конечные собственники Группы, отсутствует отчетность по МСФО. Однако компания движется в сторону повышения транспарентности. В настоящее время ведется работа по упрощению юридической структуры, в результате которой количество юр. лиц в составе Группы сократится с более чем 30 до 5. При этом холдинговой компанией будет эмитент облигаций «Управляющая компания СПК». Кроме того, Группа уже начала переходить на МСФО. По итогам 2007г. СПК планирует подготовить неаудированную консолидированную отчетность, а с 2008г. уже полностью отчитываться по международным стандартам.

Долговая нагрузка СПК является умеренной. На конец 1 квартала 2007г. показатель Долг/EBITDA составлял 2.9 при общем долге в 2.4 млрд. руб., debt ratio – 58%. В то же время существенный минус заключается в том, что весь долг компании краткосрочный. Расчет с поставщиками осуществляется по факту отгрузки или по предоплате, тогда как продажи осуществляются в рассрочку. Это обуславливает постоянный дефицит оборотного капитала, который покрывается за счет «короткого» долга. С другой стороны, стоит отметить наличие портфеля недвижимости рыночной стоимостью 2.2 млрд. руб. (0.8 млрд. руб. не в

СПК-1

Размещение: 29 мая 2007

Объем: 1 млрд. руб.

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

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

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Тройка Диалог

залоге), как дополнительную гарантию для кредиторов.

	2005	2006
Выручка, млн. руб.	14 966	20 377
ЕБИТДА, млн. руб.	-	815
ЕБИТДА Margin	-	4%
Чистая прибыль, млн. руб.	107	499
Net margin	0,7%	2,4%
Активы, млн. руб.	2 974	4 098
Долг, млн. руб.	1 051	1 820
Debt ratio	35%	44%
Debt/ЕБИТДА	-	2,2

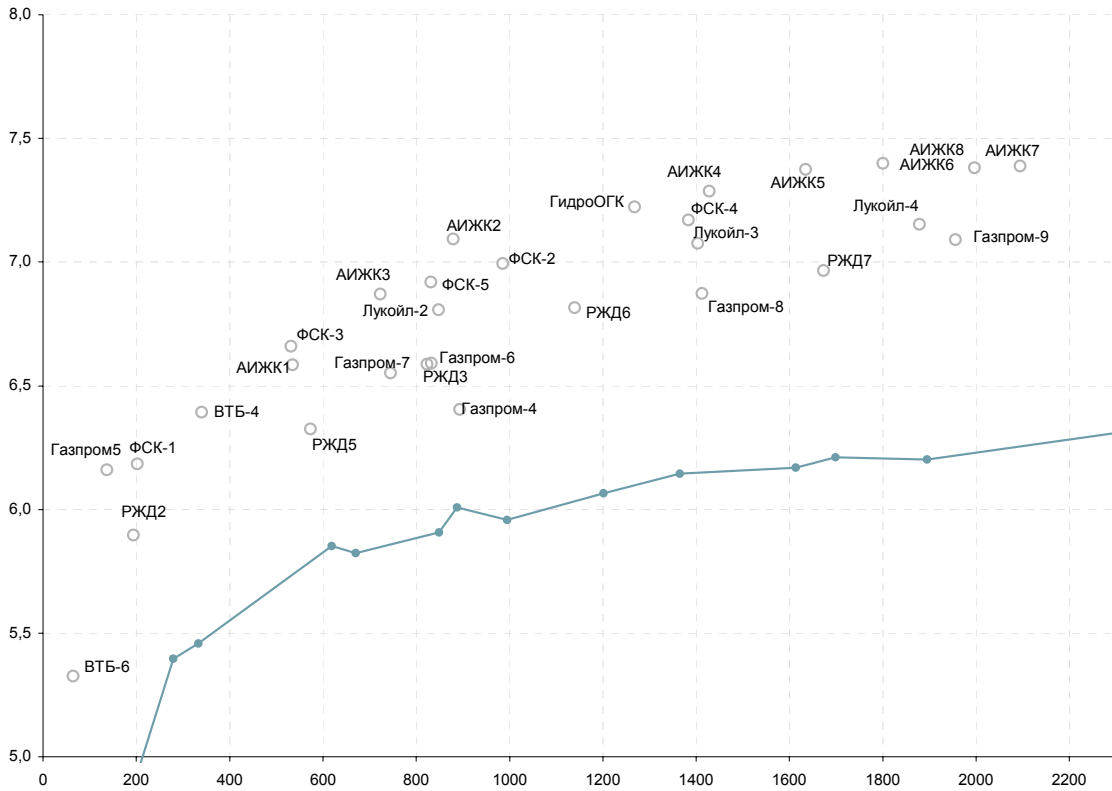
Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

В результате размещения облигаций общий долг СПК увеличится до 3.4 млрд. руб., а по итогам 2007г., как ожидается, составит 3.5 млрд. руб. При этом доля краткосрочных финансовых обязательств должна сократиться до 71%. По прогнозу компании, Долг/ЕБИТДА к концу 2007г. может сократиться до 2. Однако рост ЕБИТДА до 1.75 млрд. руб. (в 2.1 раза) при 30% росте выручки, принимая во внимание уже упомянутые выше ограничивающие компанию факторы, маловероятен. Поэтому соотношение Долг/ЕБИТДА, скорее всего, снизится, но не так сильно.

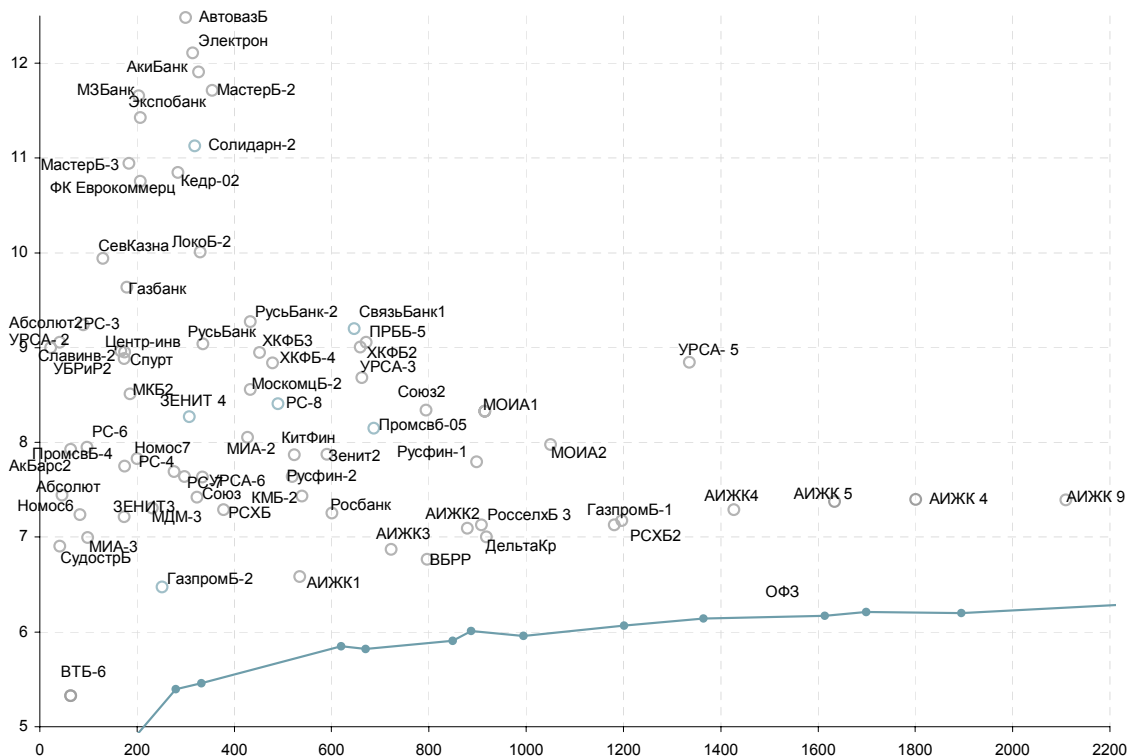
В целом, кредитное качество Группы СПК мы оцениваем как среднее. Сильная подверженность финансовых результатов колебаниям рынка и растущая конкуренция, ограничивающая рентабельность – ключевые риски компании. В пользу СПК говорят умеренная долговая нагрузка, солидный портфель недвижимости и уверенная рыночная позиция. Основные возможности для Группы заключаются в росте рынков сбыта (в основном, строительного рынка), а также в увеличении доли высокорентабельного производственного направления. **Последний ориентир организаторов по купону на уровне 11%, что соответствует доходности 11.3% годовых к оферте, на наш взгляд, адекватно отражает рискovanность вложений в облигации СПК.**

Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

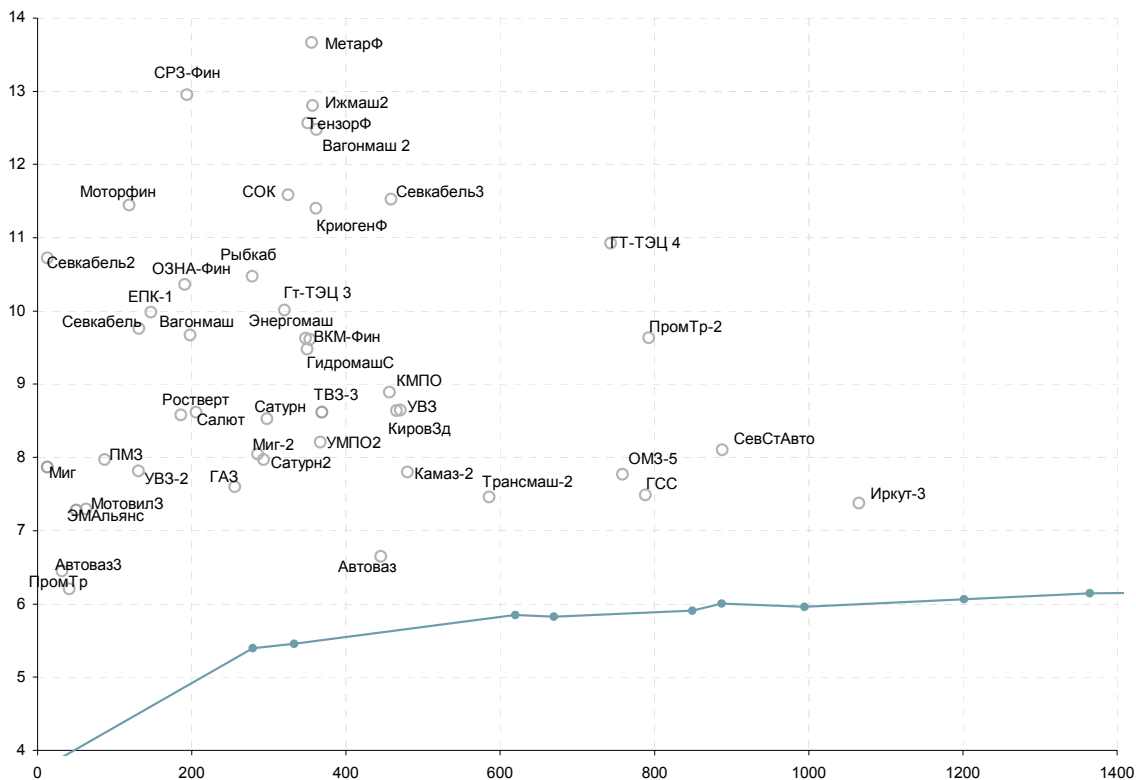
Blue chips



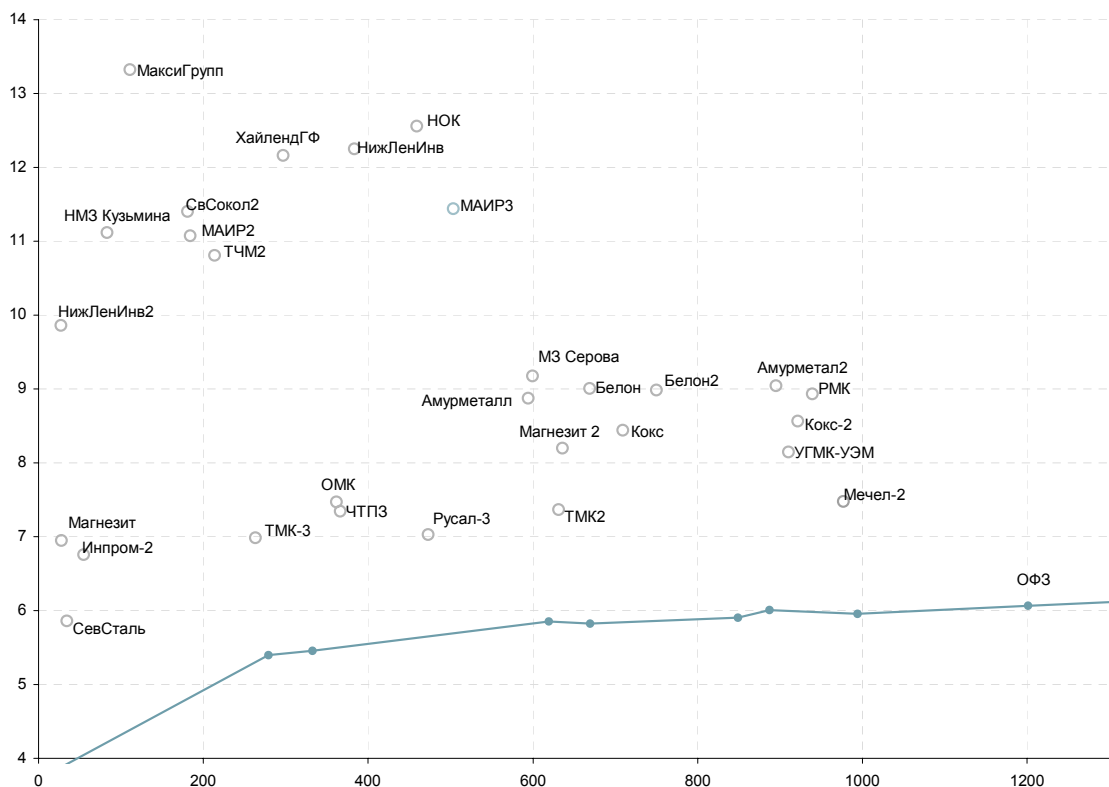
Банки, финансовые услуги



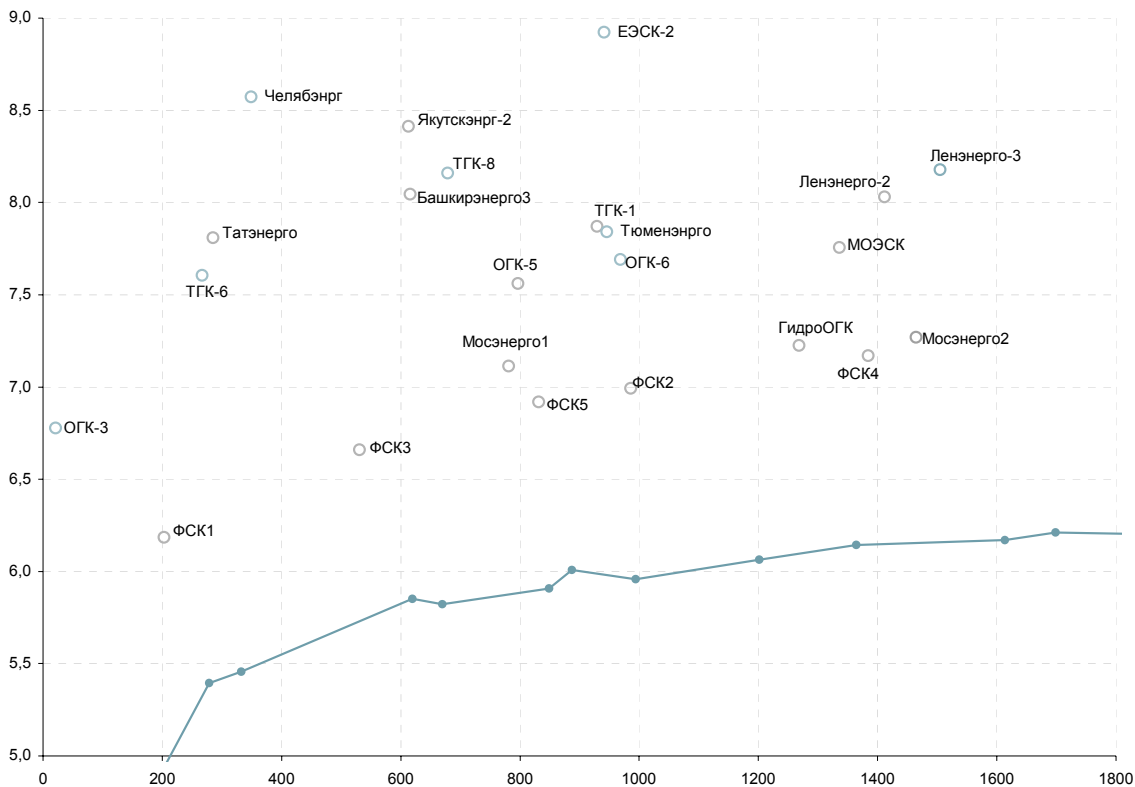
Машиностроение



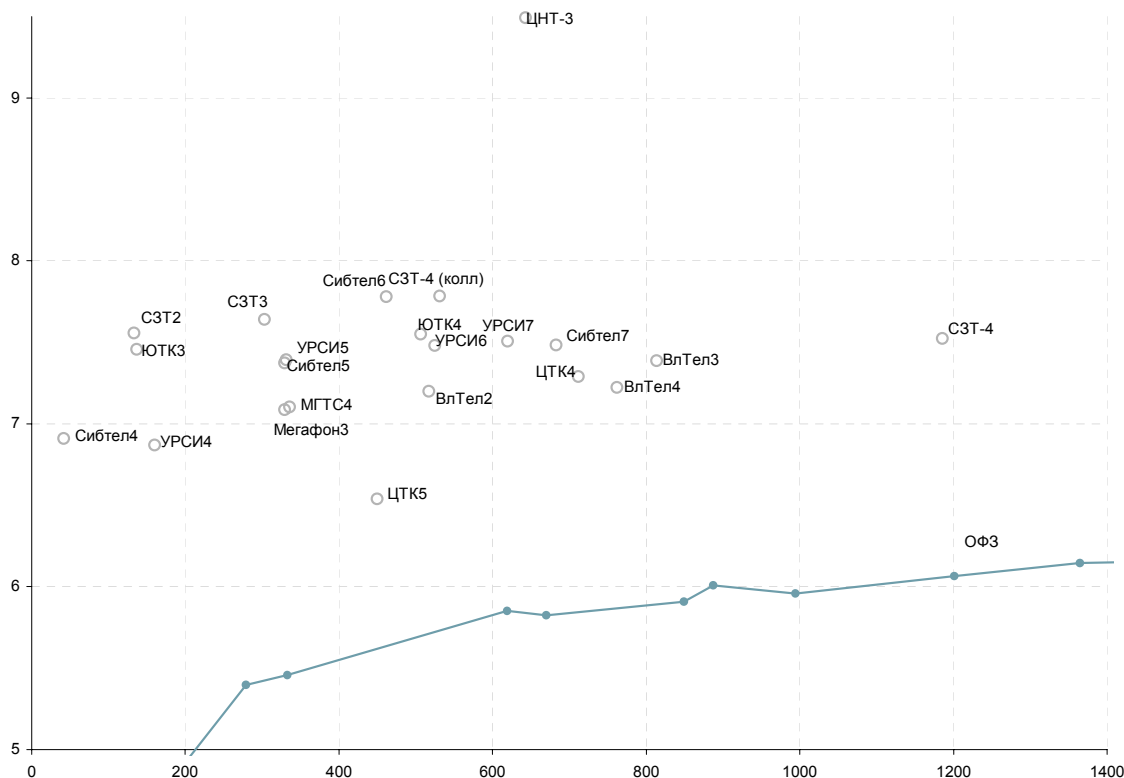
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



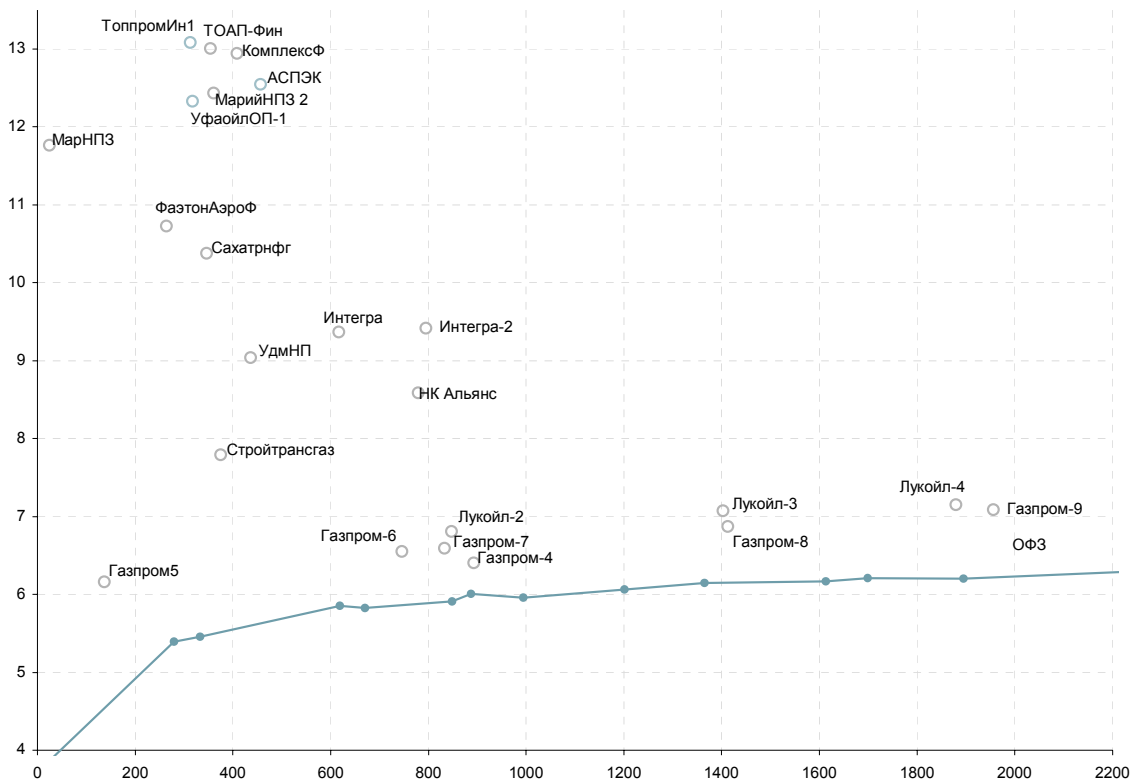
Энергетика



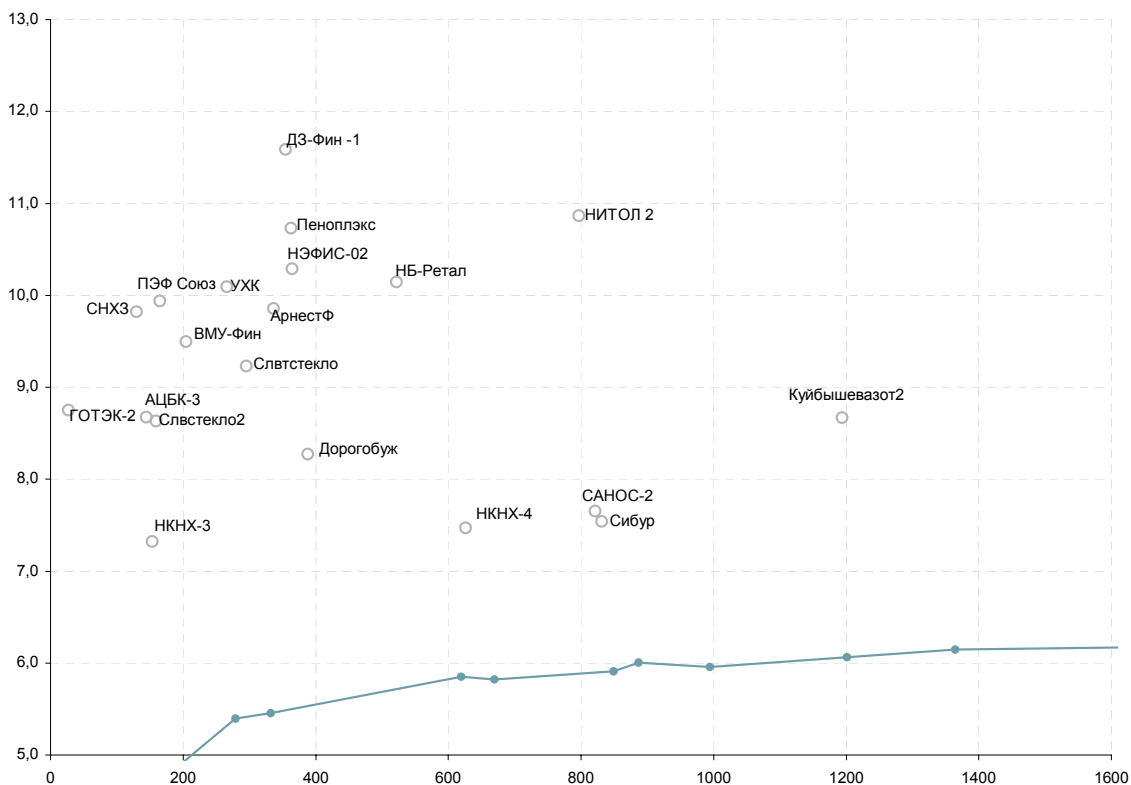
Телекомы



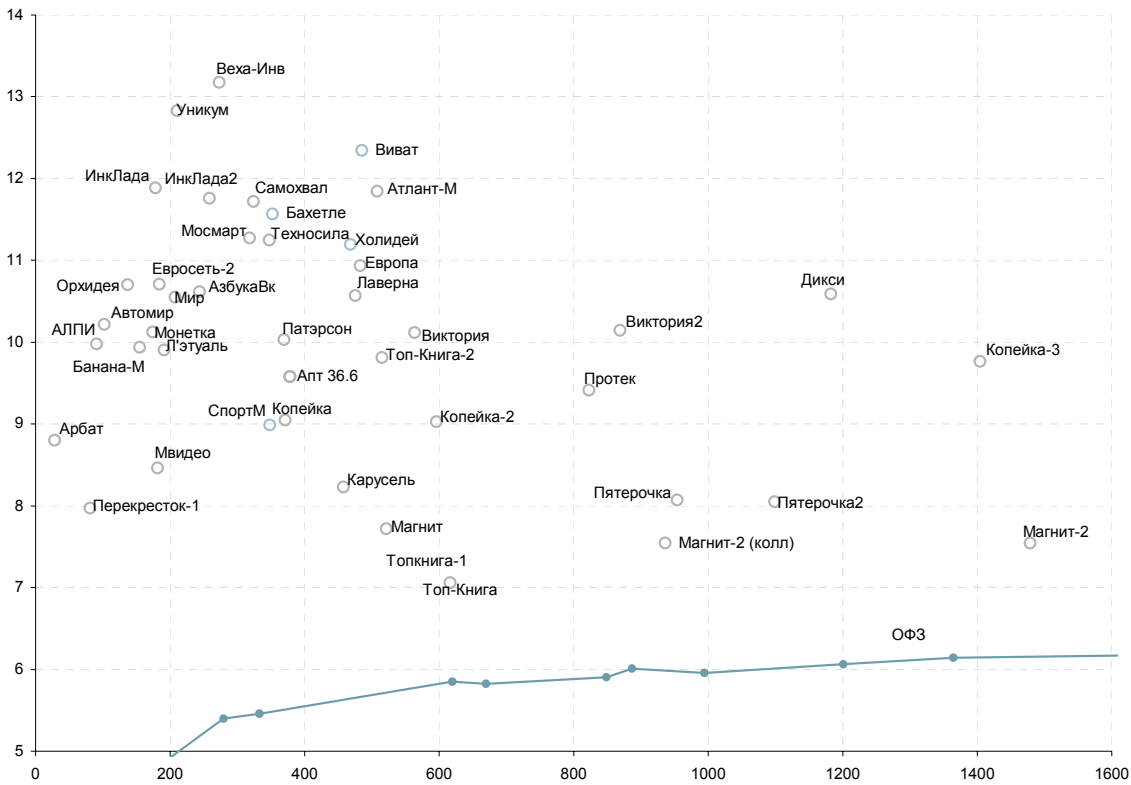
Нефтегазовая отрасль



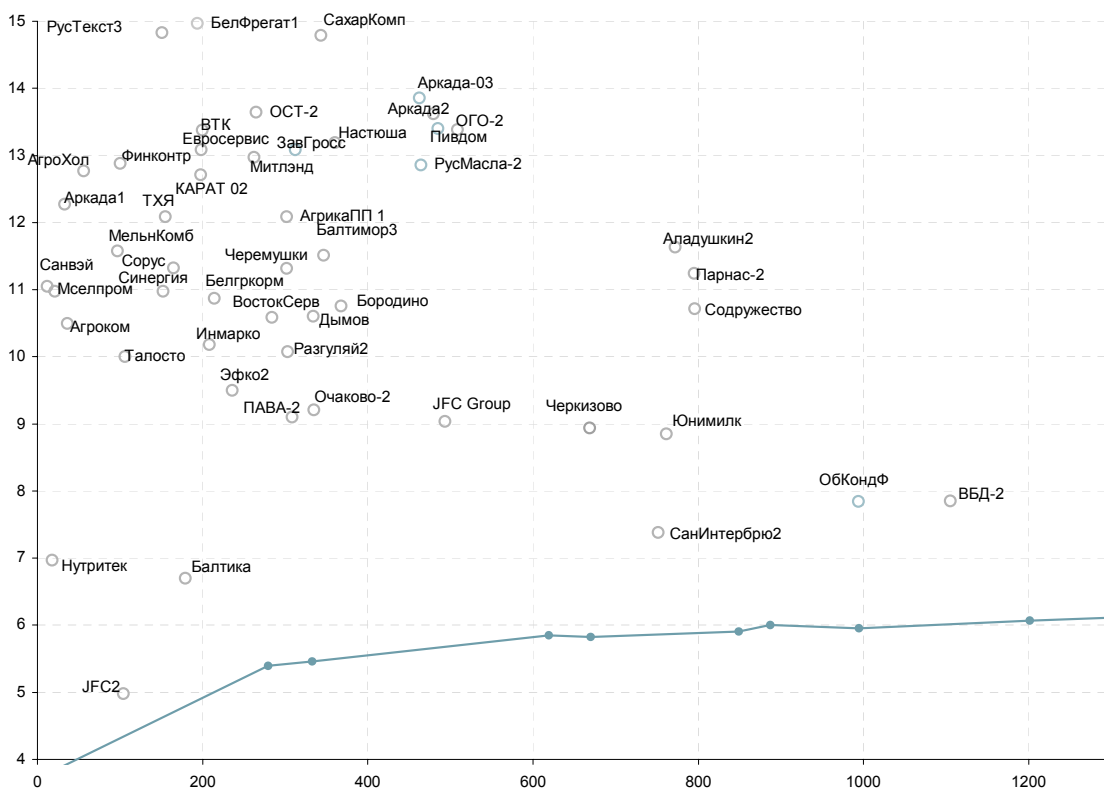
Химия и ЛПК



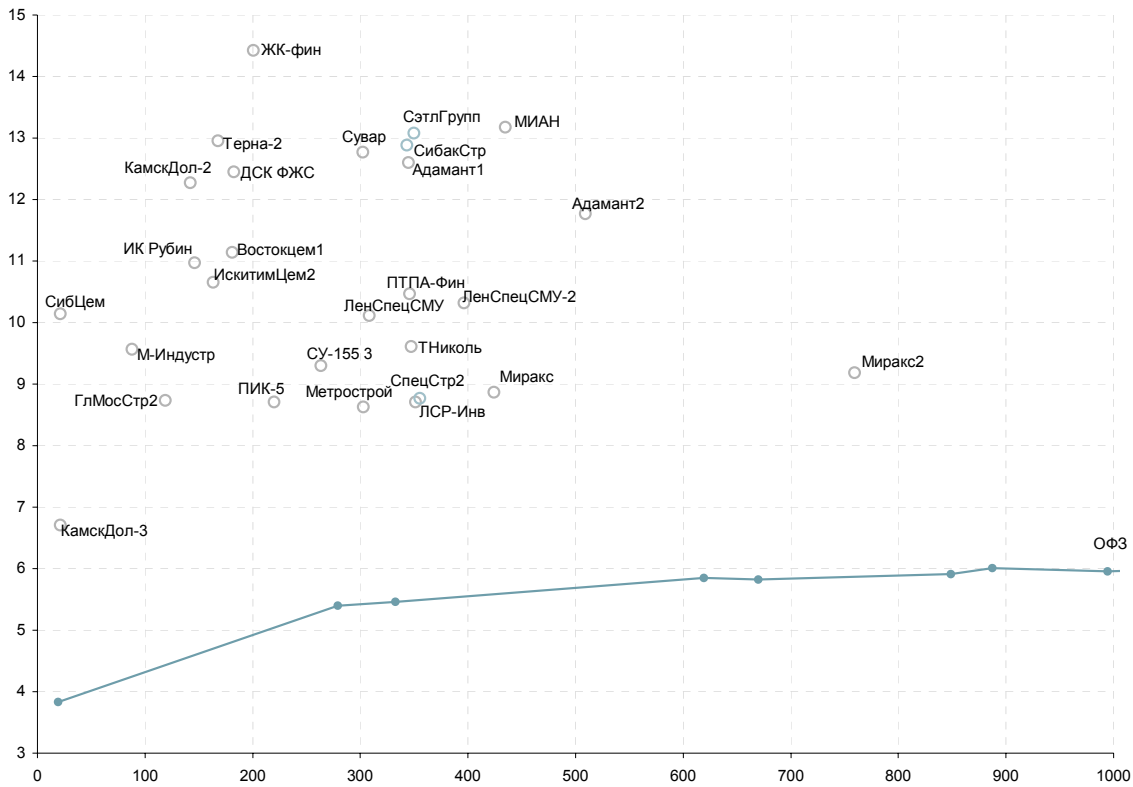
Ритейл



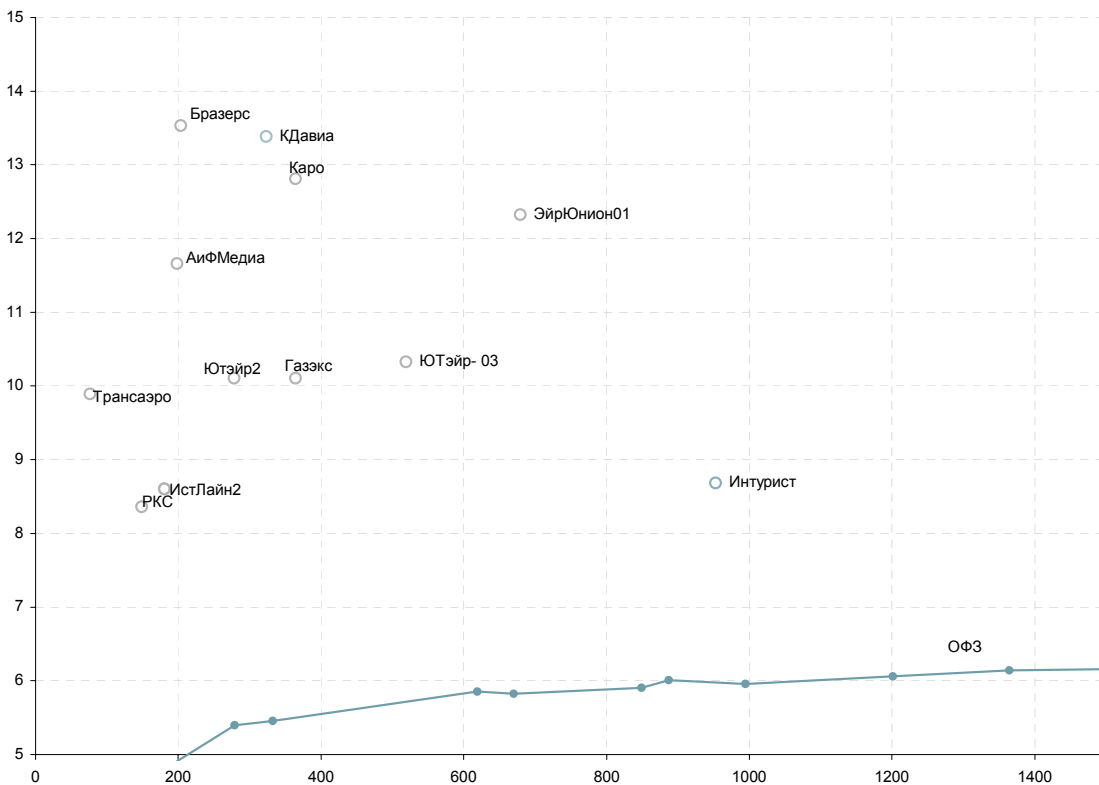
Пищевая промышленность и АПК



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.