

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор первичного рынка

**ООО «Протон-Финанс»**, SPV-компания ОАО «Протон-ПМ» - производителя двигателей для ракетополетов «Протон». Бизнес ОАО «Протон-ПМ» интегрирован с другими стратегически важными предприятиями, и его перспективы определяются государственной политикой в области развития аэрокосмической отрасли. Отталкиваясь от результатов состоявшегося 14 июня аукциона по облигациям сопоставимого с Протон-ПМ по кредитному качеству ФГУП УОМЗ (УТР 8.62%), справедливый спред нового выпуска к ОФЗ мы оцениваем на уровне 390 б.п. – 440 б.п., что соответствует доходности к оферте **9.7% - 10.2%**. *(Подробнее стр.2)*

Протон-Финанс	2
ТехноНиколь-Финанс-2	3
Седьмой Континент	5

Средства второго выпуска облигаций **Группа ТехноНИКОЛЬ** планирует использовать для развития производственного комплекса и торговой инфраструктуры. Текущий год обещает стать для компании «пиковым» по капитальным расходам и, как следствие по уровню долговой нагрузки – ожидается рост соотношения долг/ЕБИТДА с текущих 0.9 до 2. Активно инвестируя в производство, компания обеспечивает себе возможность «расти вместе с рынком», что находит позитивное отражение в ее финансах. Спред первого выпуска Группы ТехноНИКОЛЬ к ОФЗ в последнее время варьировался в диапазоне 390 б.п. – 415 б.п., что на наш взгляд, вполне адекватно кредитному качеству компании ввиду сохраняющейся громоздкой юридической структуры холдинга и ограниченной финансовой прозрачности холдинга. С учетом более длинной дюрации нового выпуска, справедливая, по нашим оценкам, доходность облигаций ТехноНИКОЛЬ-2 находится в диапазоне **9.7% - 9.9%** годовых. *(Подробнее стр.3 )*

**Седьмой Континент** размещает 7 млрд. заем, который полностью будет направлен на развитие сети, не ухудшив кредитного качества эмитента. Соотношение долга и ЕБИТДА в 2007 г. не превысит 2.0х даже в случае снижения рентабельности на фоне экспансии сети. На текущий момент кредитный профиль Седьмого Континента является одним из наиболее сильных среди ритейлеров: компания занимает пятое место по выручке по итогам 2006 г., отражает самый высокий показатель рентабельности по ЕБИТДА, и характеризуется самой низкой долговой нагрузкой. Справедливая доходность должна колебаться в пределах **7.95%-8.15%** к двухлетней оферте. *(Подробнее стр.5)*

Ольга Ефремова  
o.efremova@zenit.ru

Мария Сулима  
m.sulima@zenit.ru

www.zenit.ru

## Размещения текущей недели

Дата	Эмитент	Сумма, млн.р.	Организатор	Оценки Банка ЗЕНИТ
19 июня	Транскредитбанк-1	3 000	ТрансКредитБанк	-
19 июня	Транскредитбанк-2	3 000	ТрансКредитБанк	-
19 июня	Протон Финанс	1 000	Русские Фонды	УТР 9.7% - 10.2%
20 июня	МКБ-3	2 000	МКБ	-
20 июня	Москоммерцбанк-3	5 000	Ист Кэпитал	-
20 июня	ТехноНиколь-2	3 000	Росбанк, НОМОС	УТР 9.7% - 9.9%
21 июня	Космос-Финанс	2 000	Банк Москвы	-
21 июня	СКБ-Банк	1 000	Уралсиб	-
21 июня	Мособлгаз-2	3 000	РИГрупп, Банк Москвы, БФА, Тройка	-
21 июня	Седьмой Континент	7 000	МДМ-Банк	УТР 7.95% - 8.15%
21 июня	ТГК-10	3 000	Райффайзен, Тройка Диалог	-
21 июня	Русское Море	2 000	ВТБ	-
22 июня	ФК Еврокоммерц-3	3 000	Тройка Диалог	-

На 19 июня запланировано размещение дебютного выпуска облигаций ООО «Протон-Финанс», SPV-компании ОАО «Протон-ПМ», объемом 1 млрд. руб. Срок до погашения облигаций составляет 5 лет, при этом предусмотрены две oferty через 1.5 года и через 3 года.

Профиль поручителя является достаточно уникальным – производство двигателей первой ступени ракетносителей «Протон», которые используются для вывода на геостационарную орбиту телекоммуникационных спутников и для вывода в космос модулей для МКС (международной космической станции). Спрос на продукцию Протон-ПМ формируется в соответствии с Федеральной космической программой и программой коммерческих запусков.

Стратегически важный характер бизнеса Протон-ПМ объясняет факт государственного контроля над компанией (через ФГУП им. Хруничева, владеющего 87% акций). В список стратегических предприятий РФ Протон-ПМ входит с 2004 года, что нивелирует риски финансового банкротства, а также обеспечивает компанию различного рода налоговыми и административными послаблениями.

Основной бизнес Протон-ПМ глубоко интегрирован с другими участниками списка стратегически важных предприятий, специализирующихся на производстве ракетно-космической техники, и его перспективы во многом зависят от государственной политики. Стоит отметить, что госполитика в данной области схожа с другими стратегически важными производственными направлениями и предполагает консолидацию производственных активов в рамках государственного холдинга, который будет формироваться поэтапно. И объединение производителей комплектующих станет вторым этапом консолидации компаний аэрокосмической отрасли на базе ГКНПЦ им. Хруничева. Таким образом, операционные риски Протон-ПМ, на наш взгляд, можно оценивать как «квази-суверенные». В частности, если до 2007 года заказ со стороны ФГУП им. Хруничева составлял 8 комплектов двигателей в год, то вследствие роста спроса на коммерческие и федеральные запуски ракетносителей «Протон» на текущий год запланировано производство 10 двигателей, а на 2012 год – 12, что позволяет компании прогнозировать увеличение оборотов к 2008 году до 4.5 млрд. руб. с 2.23 млрд. руб. по итогам 2006 года.

Эксплуатация ракет типа «Протон», согласно данным информационного меморандума, продлится до 2015 года, затем постепенно им на смену придут ракетносители нового поколения «Ангара», разработанного ОАО «НПО Энергомаш им. Глушко». В настоящее время ОАО «Протон-ПМ» уже интегрировано в производство, на долю предприятия приходится около 30% номенклатуры узлов и деталей нового двигателя, причем к началу массового производства поставки Протон-ПМ планируется увеличить до 50%.

Ольга Ефремова  
o.efremova@zenit.ru

**Протон-Финанс**

**Размещение:** 19 июня 2007

**Объем:** 1 млрд. руб.

**Срок до погашения (офферы):** 5 лет (1.5 года, 3 года)

**Купон:** полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-3 приравнивается первому, остальные в соответствии с эмиссионными документами

**Доходность к погашению**

**(оффере):** определяется на аукционе

**Организатор:** Русские Фонды

В рамках диверсификации производства Протон-ПМ развивает направление деталей-сборочных комплектов для газоперекачивающих агрегатов, производимых ОАО «Пермские моторы», а также для газотурбинных электростанций, сборку которых осуществляет ОАО «Авиадвигатель». Поставки продукции данного направления обеспечивают не более 20% годовой выручки, и компания ожидает, что в среднесрочной перспективе пропорция вряд ли изменится. Предлагаемая Протон-ПМ номенклатура не является уникальной на рынке – направление производства комплектующих для оборудования для ТЭК является очень популярным в рамках диверсификации у машиностроителей. Среди конкурентов Протон-ПМ такие компании как НПО «Сатурн», ММПП «Салют», НПО «Искра» и др. Вместе с тем, неоспоримым преимуществом компании является наличие современного испытательного полигона, позволяющего проводить полномасштабные предпродажные испытания оборудования, что обеспечивает Протон-ПМ стабильный поток заказов.

Финансовые показатели госкомпаний машиностроительного комплекса в 2006 г.

	Протон-ПМ	НПО Энергомаш	НПО Сатурн	УОМЗ
Отчетность	РСБУ	РСБУ	РСБУ	РСБУ
Выручка, млн. руб.	2 237,7	2 145,5	7 960,0	2 885,8
темп роста выручки 06/05	17%	-1%	-8,2%	10,5%
Операционная прибыль, млн. руб.	284,8	-7,3	358,0	308,8
темп роста опер. прибыли 06/05	4%	-	-73,1%	0,1%
Чистая прибыль	65,3	11,3	-184,0	30,5
темп роста чистой прибыли 06/05	-36%	-57%	-	43,7%
ЕБИТДА	266,3	н/д	831,0	392,0
ЕБИТДА margin	11,9%	н/д	10,4%	13,6%
Net Margin	2,9%	0,5%	-2,3%	1,1%
Активы, млн. руб.	3 007,3	7 064,8	22 383,0	4 624,4
Долг, млн. руб.	2 055,5	2 520,5	7 157,0	1 699,9
Debt ratio	68,4%	35,7%	32,0%	36,8%
Долг/ЕБИТДА	7,7	н/д	8,6	4,3
ЕБИТ/расходы	1,6	1,3	0,2	1,7

Источник: Данные компаний, оценки Банка ЗЕНИТ

Стоит отметить, что на фоне присутствующих на долговом рынке отраслевых аналогов, а также близких по масштабам госкомпаний Протон-ПМ характеризуется наиболее динамичным ростом оборотов. При этом одной из ключевых финансовых характеристик компании является довольно весомый, главным образом, краткосрочный кредитный портфель. Учитывая состав кредиторов и тот факт, что статус стратегического предприятия обеспечивает Протон-ПМ достаточно свободный доступ к заемным финансовым ресурсам для рефинансирования, этот риск не является критичным для компании. Таким образом, при позиционировании нового выпуска мы отталкиваемся от текущих уровней близких по масштабам госкомпаний.

Доходность облигаций ближайшего для Протон-ПМ отраслевого аналога НПО «Энергомаш им. Глушко» 15 июня достигла своего минимального уровня – 9.1% годовых к оферте в мае 2008 г. (спрэд к ОФЗ 368 б.п.) В то же время на аукционе 14 июня при размещении облигаций «ФГУП ПО «Уральский оптико-механический завод» им. Яламова», сопоставимого с Протон-ПМ по кредитному качеству, доходность сложилась на уровне 9.62% годовых к оферте в июне 2008 года (спрэд к ОФЗ 419 б.п.). Отталкиваясь от результатов недавнего аукциона, мы полагаем, что справедливый спрэд к ОФЗ облигаций Протон-ПМ, компенсирующий инвесторам более весомый кредитный портфель компании и менее широкую, чем УОМЗ диверсификацию, составляет порядка 390 – 440 б.п., что соответствует доходности к оферте через 1.5 года **9.7% - 10.2%**.

20 июня второй выпуск облигаций объемом 3 млрд. руб. предложит ООО «ТехноНИКОЛЬ-Финанс», SPV-компания уже известной участникам рынка Группы компаний ТехноНИКОЛЬ – ведущего российского производителя плоской и скатной кровли, гидро-, звуко- и теплоизоляции. Срок обращения нового выпуска составит 4.8 года, срок до оферты – 2.3 года.

Дебютировав в декабре прошлого года с займом объемом 1.5 млрд. руб., привлеченные средства Группа ТехноНИКОЛЬ распределила следующим образом: около 40% - на развитие производства и немногим более 60% - на рефинансирование кредитного портфеля. Новый заем полностью предполагается направить на финансирование инвестиционных мероприятий, оценочная стоимость которых на 2007 год составляет 9.34 млрд. руб.

Исходя из того, что общий объем программы капвложений до 2009 года оценивается на

Ольга Ефремова  
o.efremova@zenit.ru

#### ТехноНИКОЛЬ-Финанс-2

**Размещение:** 20 июня 2007  
**Объем:** 3 млрд. руб.  
**Срок до погашения (оферты):** 4.8 года (2.3 года)  
**Купон:** полугодовой, ставка 1-5 купона устанавливается на аукционе, остальные определяет эмитент

уровне 18.5 млрд. руб., можно отметить, что текущий год обещает стать для компании «пиковым» по капитальным расходам на развитие производства и собственной торговой инфраструктуры. С одной стороны, такая стратегия может показаться несколько агрессивной ввиду того, что для финансирования инвестиций компания вынуждена увеличивать кредитное плечо. В то же время на другой чаше весов – возможность компании «расти вместе с рынком» и сохранить ведущие позиции в сегменте кровельных материалов, формирующем в настоящее время 55% выручки Группы, и на динамично растущем рынке теплоизоляции. По итогам 2006 года консолидированная выручка Группы составила 20.7 млрд. руб. (+71% к уровню 2005 года за счет консолидации активов). К 2009 году холдинг планирует оборот на уровне 35 млрд. руб., а к 2011 году (после выхода всех новых производств теплоизоляционных материалов на полную мощность) до 43 млрд. руб.

При этом долю теплоизоляционных материалов, характеризующихся более высокой рентабельностью в силу того, что при их производстве будет активно использоваться сырье собственного производства планируется увеличить с текущих 20% до 35%. Наряду с другими мероприятиями по оптимизации издержек это позволит поддерживать рентабельность холдинга по EBITDA на уровне не менее 17% (в 2006 году рентабельность по EBITDA составила 15.5%).

Мы позитивно оцениваем перспективы реализации Группой ТехноНИКОЛЬ намеченной стратегии. Рынок, на котором оперирует холдинг, является одним из наиболее быстро растущих в сегменте строительных материалов. В частности, рост сегмента теплоизоляционных материалов ожидается в течение ближайших лет на уровне 20 – 25% в год. Широкая география распределения производственных активов Группы ТехноНИКОЛЬ по территории России позволяет оптимизировать логистику и обеспечивает возможность для максимально плотного «покрытия» территории торговой сетью и укрепления и без того достаточно прочных рыночных позиций, в первую очередь, за счет постепенного импортозамещения, а также за счет вытеснения с рынка более мелких игроков. Развивая активы, расположенные в Беларуси, Украине и Литве, ТехноНИКОЛЬ уже заняла позиции одного из ведущих рыночных игроков на местных рынках этих стран. Кроме того, холдингу удалось занять очень выгодную позицию с точки зрения организации экспорта в страны Центральной, Восточной и Северной Европы, а также в Турцию. Стоит отметить, что ТехноНИКОЛЬ в ближайшей перспективе планирует заявить о себе на динамично растущем рынке стройматериалов Казахстана, что также вполне может обеспечить новые возможности для экспорта в другие страны.

Учитывая, что до недавнего времени долговая политика холдинга была крайне консервативной, эмитент пока сохраняет «запас прочности» по увеличению своего кредитного портфеля. В связи с чем, запланированный рост долговой нагрузки после привлечения облигационного займа и увеличение соотношения долг/EBITDA до «пикового» значения порядка 2.1, на наш взгляд, не является критическим для компании. Особенно в свете того, что по мере перехода инвестиционных проектов в период окупаемости соотношение долг/EBITDA будет постепенно сокращаться (в 2009 г. ожидается на уровне 1.5).

Среди факторов, которые добавляют мрачных оттенков к кредитному профилю Группы ТехноНИКОЛЬ можно отметить достаточно громоздкую юридическую структуру, хотя в течение прошлого года были предприняты отдельные мероприятия по увеличению прозрачности холдинга. Несмотря на то, что в новом займе поручителями выступают наиболее значимый операционный актив и центр выручки холдинга – ООО «Управление кровля» и крупнейшие балансодержатели холдинга – ООО «Кровельная компания «Технофлекс», ООО «Руфинвест», а также компания, генерирующая потоки нового направления теплоизоляции – ООО «Стройпроект», отсутствие «полноценной» консолидированной отчетности является одним из главных ограничений для того, чтобы позиционировать холдинг среди качественных выпусков второго эшелона.

Финансовые показатели Группы ТехноНИКОЛЬ в 2005 - 2009 гг.

	2005	2006	2007 П	2008П	2009 П
Выручка, млн. руб.	12 160	20 746	23 000	30 000	35 000
Операционная прибыль, млн. руб.	1 637	2 493	2 646	3 341	3 501
Чистая прибыль	1 535	2 126	1 830	2 099	2 249
EBITDA	2 140	3 214	4 020	5 240	6 150
EBITDA margin	17,6%	15,5%	17,5%	17,5%	17,6%
Net Margin	12,6%	10,2%	8,0%	7,0%	6,4%
Активы, млн. руб.	9 156	18 719	25 479	28 509	30 108
Долг, млн. руб.	632,0	2 934	8 500	9 900	9 000
Debt ratio	6,9%	15,7%	33,4%	34,7%	29,9%
Долг/EBITDA	0,3	0,9	2,1	1,9	1,5
EBITDA/% расходы	45,5	13,1	5,8	7,6	7,3

Источник: Данные компании

Спрэд первого выпуска Группы ТехноНИКОЛЬ к ОФЗ в последнее время варьировался в диапазоне 390 б.п. – 415 б.п., что на наш взгляд, вполне адекватно кредитному качеству компании. По состоянию на 15 июня доходность к оферте в мае 2008 года, составляла 9.39% годовых. С учетом более длинной дюрации нового выпуска, справедливая, по нашим оценкам, доходность облигаций ТехноНИКОЛЬ-2 находится в диапазоне 9.7% - 9.9% годовых.

21 июня размещается 7 миллиардный заем Седьмого Континента сроком на пять лет, который в полном объеме будет направлен на расширение розничной сети и развитие внутренней инфраструктуры. Прогноз организатора по купону составляет 7.9%-8.2% к двухлетней оферте, что соответствует доходности 8.06-8.37% и спреду к ОФЗ в 220-250 б.п.

Кредитный профиль Седьмого Континента является одним из наиболее сильных среди ритейлеров. До недавнего времени эмитент был практически единственным розничным оператором, финансировавшим инвестиционные потребности преимущественно за счет собственных потоков. Компания занимает пятое место по выручке по итогам 2006 г., отражает самый высокий показатель рентабельности по EBITDA – 10.8%, и характеризуется самой низкой долгой нагрузкой. 0.8x. По нашим прогнозам по итогам 2007 г. выручка компании превысит \$1.3 млрд., а соотношение долга и EBITDA не превысит 2.0x даже в случае снижения рентабельности на фоне экспансии сети. Компания первая из розничных сетей разместила акции на публичном рынке и начала публиковать отчетность по международным стандартам.

2006	7 Континент	X5	Магнит
Выручка, \$ млн.	958	3551	2505
Темпы роста выручки, %	34,8%	49,6%	58,8%
EBITDA, \$ млн.	104	295	123,6
Рентабельность EBITDA, %	10,9%	8,3%	4,9%
Долг, \$ млн.	51	1167	243
Долг/EBITDA	0,5	4,0	2,0

Источник: данные компаний, оценка Банка ЗЕНИТ

До недавнего времени Седьмой Континент предпочитал работать исключительно на столичном рынке в дорогом формате «супермаркет». Однако общерыночные тенденции обошли компанию стороной, и она приступила к развитию формата «гипермаркет»: на конец 2006г. сеть объединяла 123 магазина, в том числе 5 гипермаркетов (четыре под брендом "Наш" и один гипермаркет под брендом "Простор" в Минске). Из общего количества магазинов 14 расположены за пределами московского рынка. Согласно заявленным планам, Седьмой Континент намерен ежегодно открывать по 25 магазинов. В течение 2007-2009 гг. компания планирует открыть 18 гипермаркетов как на столичном, так и на региональных рынках.

В прошлом году Седьмой Континент не выполнил своих планов по открытию магазинов: сеть расширилась лишь на 11%, общая торговая площадь – на 24% в связи с открытием гипермаркетов. Замедление темпов экспансии обусловило самые низкие темпы роста выручки по итогам прошлого года. Однако в текущем году компания, по-видимому, решила наверстать упущенное, и заключила ряд сделок по приобретению активов. У девелоперской компании Декра были приобретены 29 магазинов в Москве приблизительно за \$150 млн., общей площадью 68 тыс. кв. м. В среднесрочной перспективе эти магазины будут ребрендированы в традиционный формат «супермаркет». Кроме того, Седьмой Континент также купил контрольный пакет компании "Ситимаркет", владеющей 18 дискаунтерами в Москве и Московской области. Инвестиционная программа на текущий год предусмотрена в объеме порядка \$340 млн., из которых \$200 млн. будут направлены в развитие гипермаркетов. На ближайшие четыре года инвестпрограмма оценивается в \$1.3 млн., в результате реализации которой планируется к 2011 г. довести количество гипермаркетов до 50, а супермаркетов – до 240-250 объектов.

При позиционировании предстоящего выпуска, размещаемого на пять лет, мы будем отталкиваться от спреда второго выпуска Пятерочки и Магнита. Текущий спред второго выпуска Пятерочки составляет порядка 190-200 б.п., Магнита – 215 б.п. На наш взгляд, при более короткой дюрации Седьмого Континента разница в кредитных спредах Пятерочки и Седьмого Континента за масштаб бизнеса (при более высокой рентабельности и низкой долгой нагрузке) не должна превышать 20-30 б.п. Таким образом, мы считаем, что справедливая доходность по выпуску Седьмого Континента должна колебаться в пределах 7.95%-8.15% к двухлетней оферте.

Мария Сулима  
m.sulima@zenit.ru

#### Седьмой Континент

**Размещение:** 21 июня 2007

**Объем:** 7 млрд. руб.

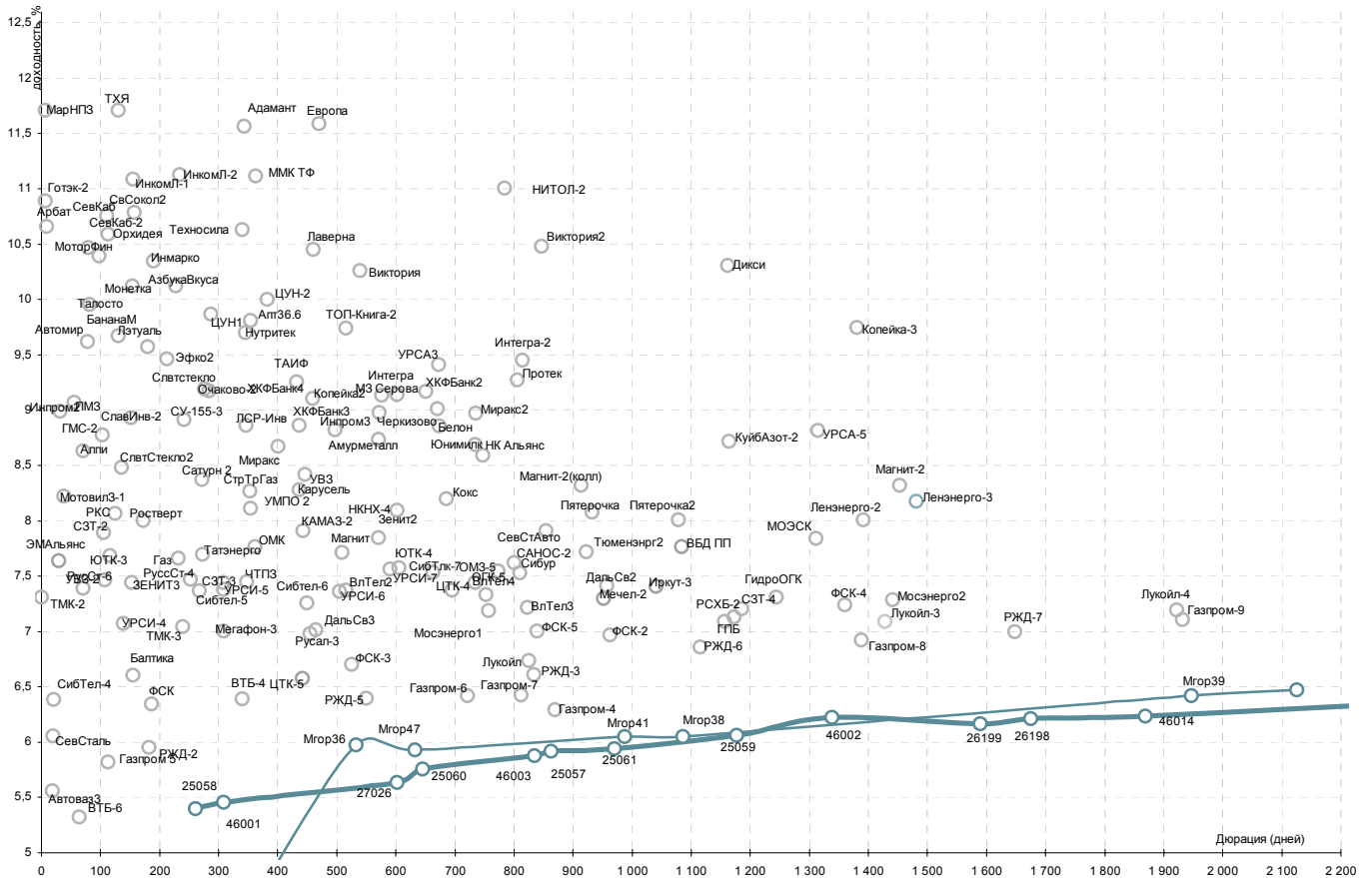
**Срок до погашения (оферты):** 5 лет (2 года)

**Купон:** полугодовой, ставка 1-5 купона устанавливается на аукционе, остальные определяет эмитент

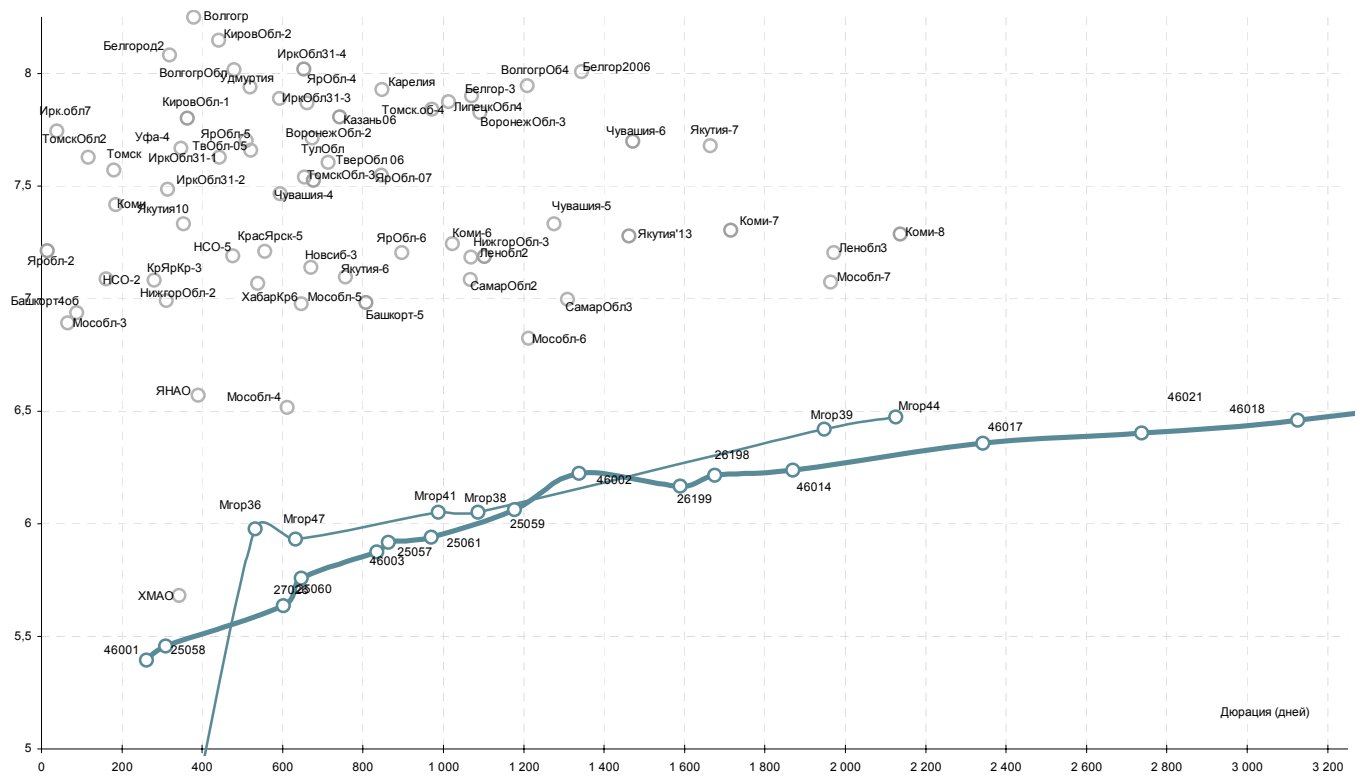
**Доходность к погашению (оферте):** определяется на аукционе

**Организатор:** МДМ Банк

### Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



### Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

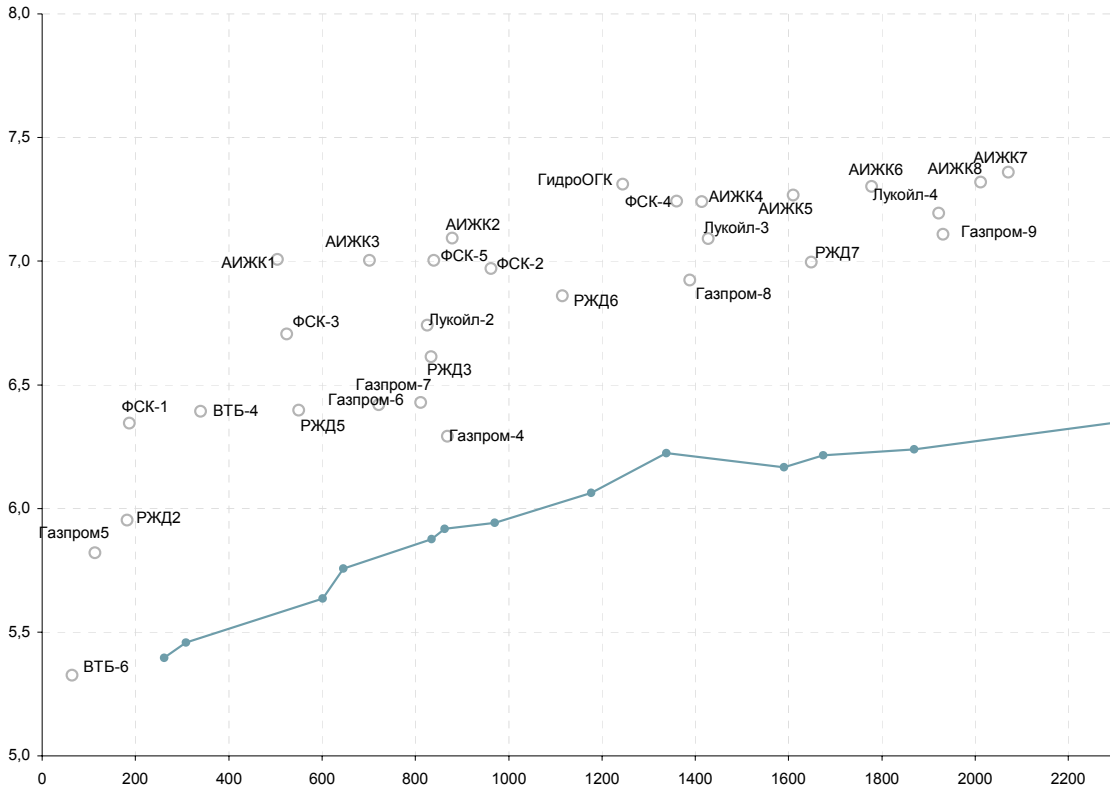


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

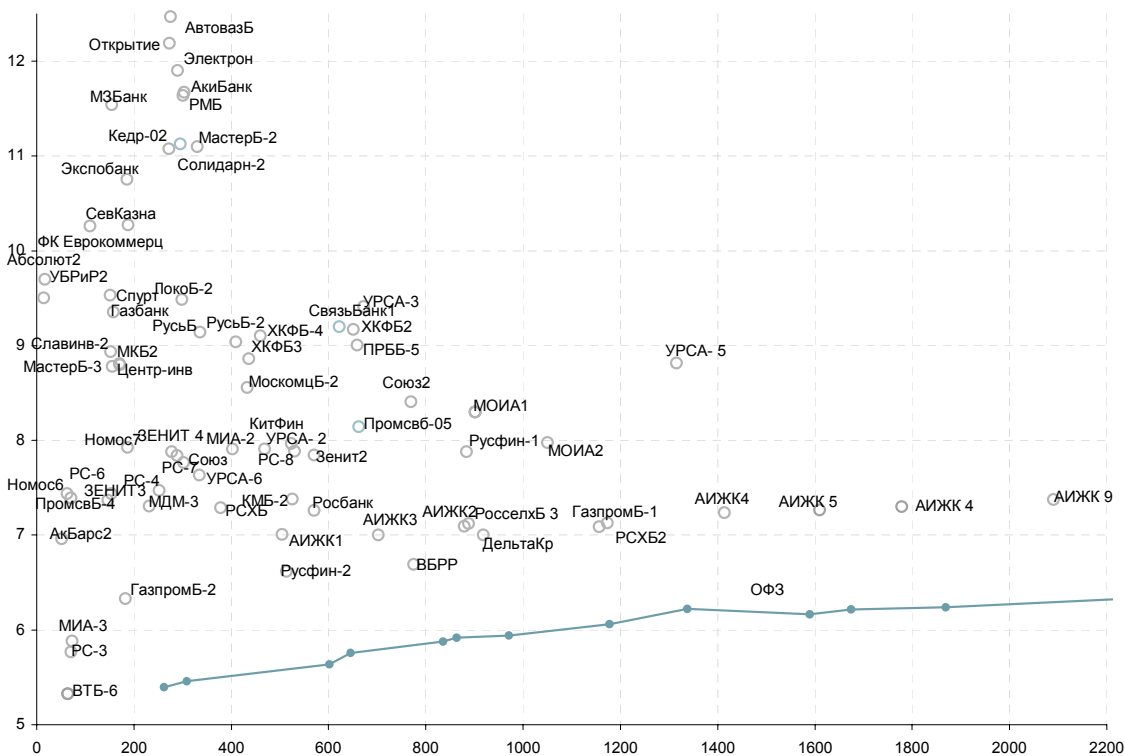


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

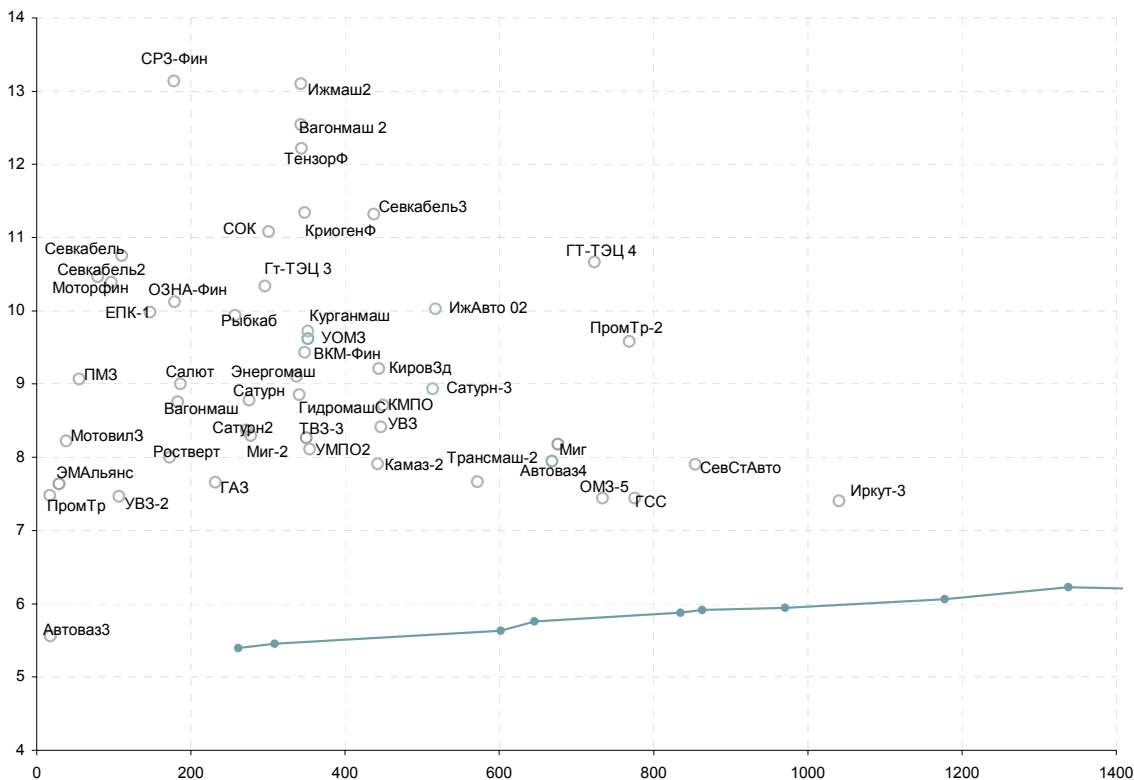
Blue chips



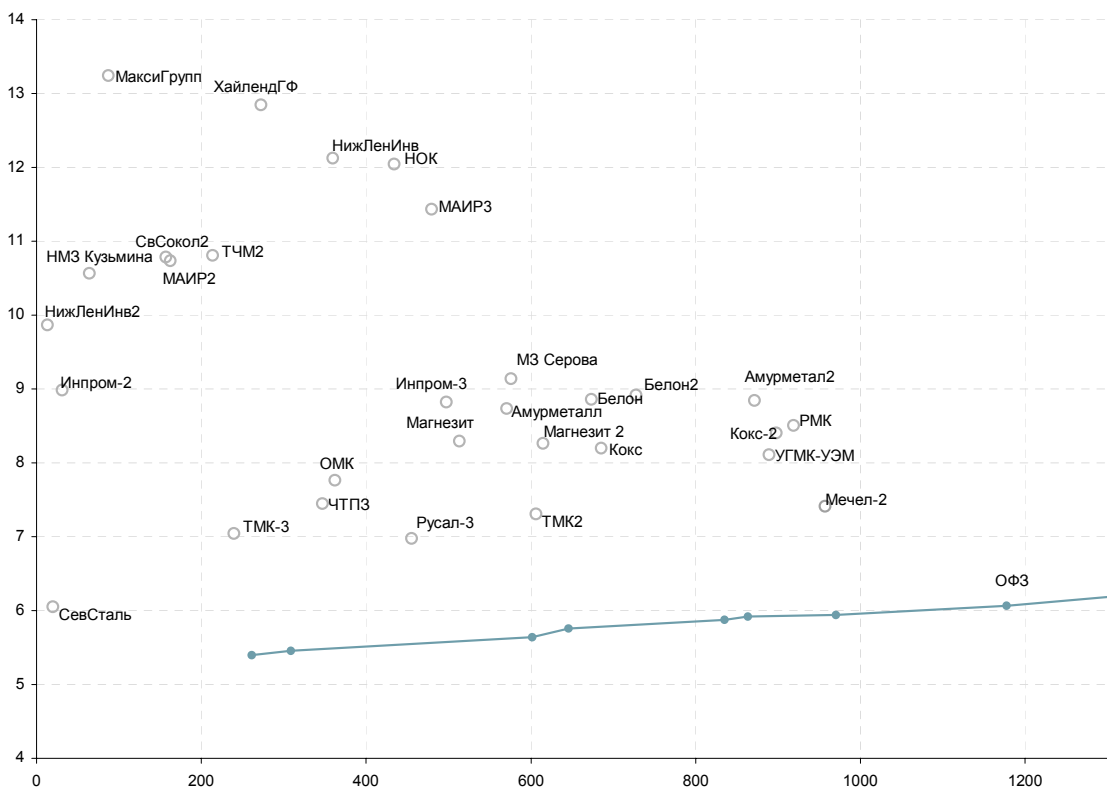
Банки, финансовые услуги



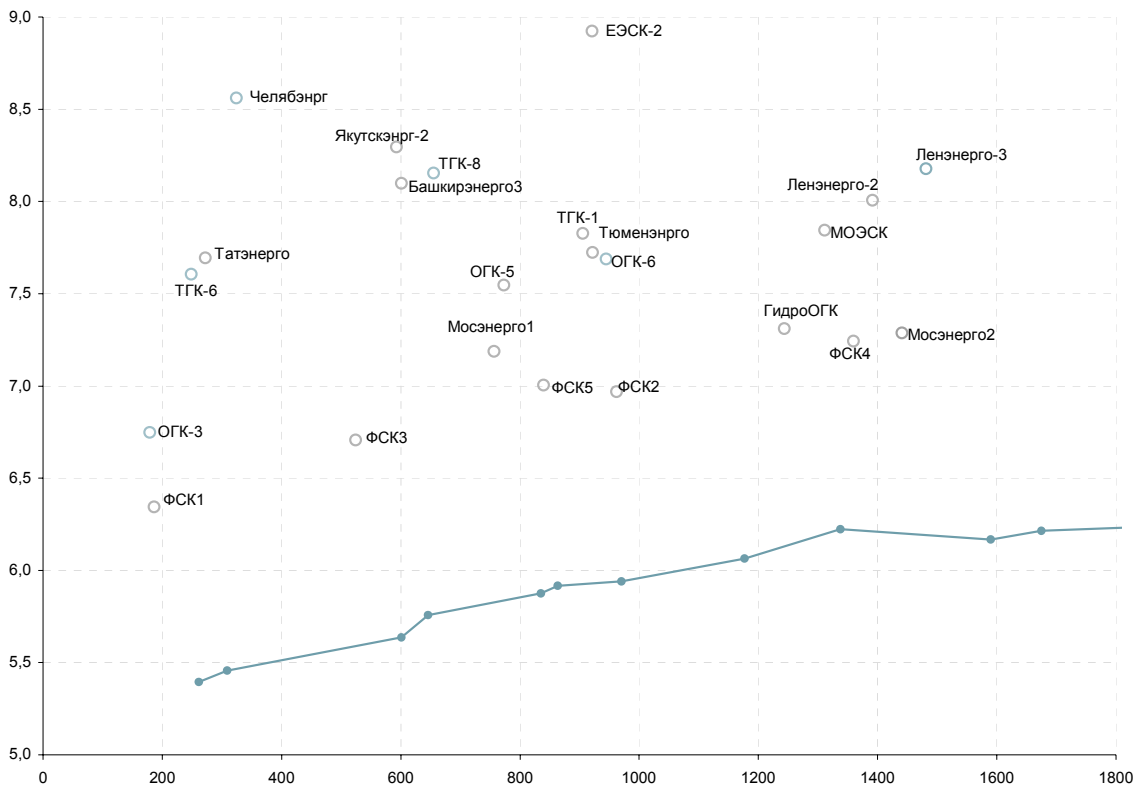
**Машиностроение**



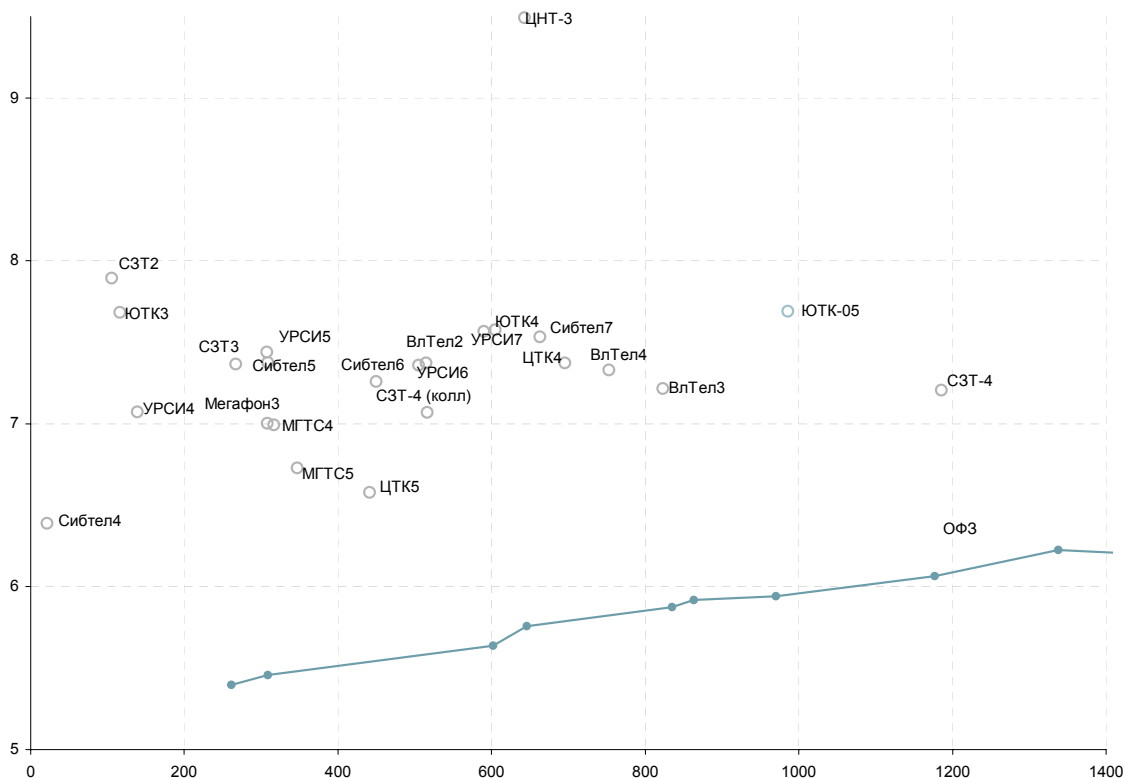
**Металлургическая, добывающая, трубная промышленность**



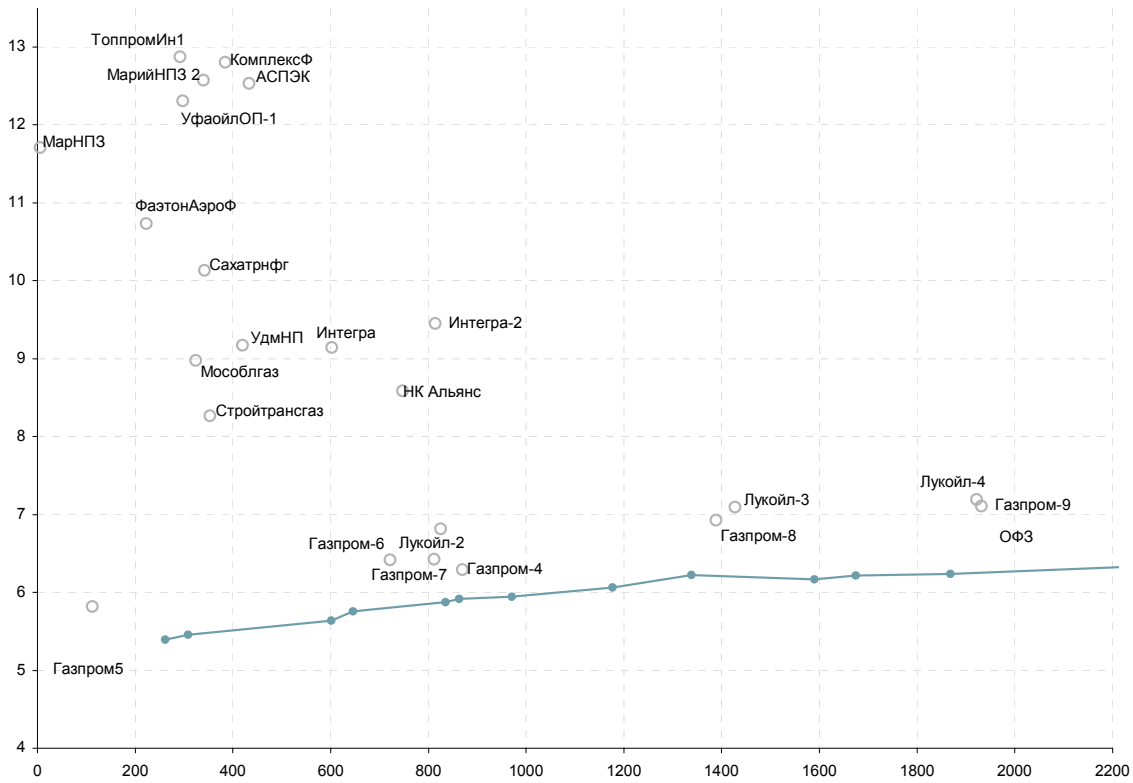
Энергетика



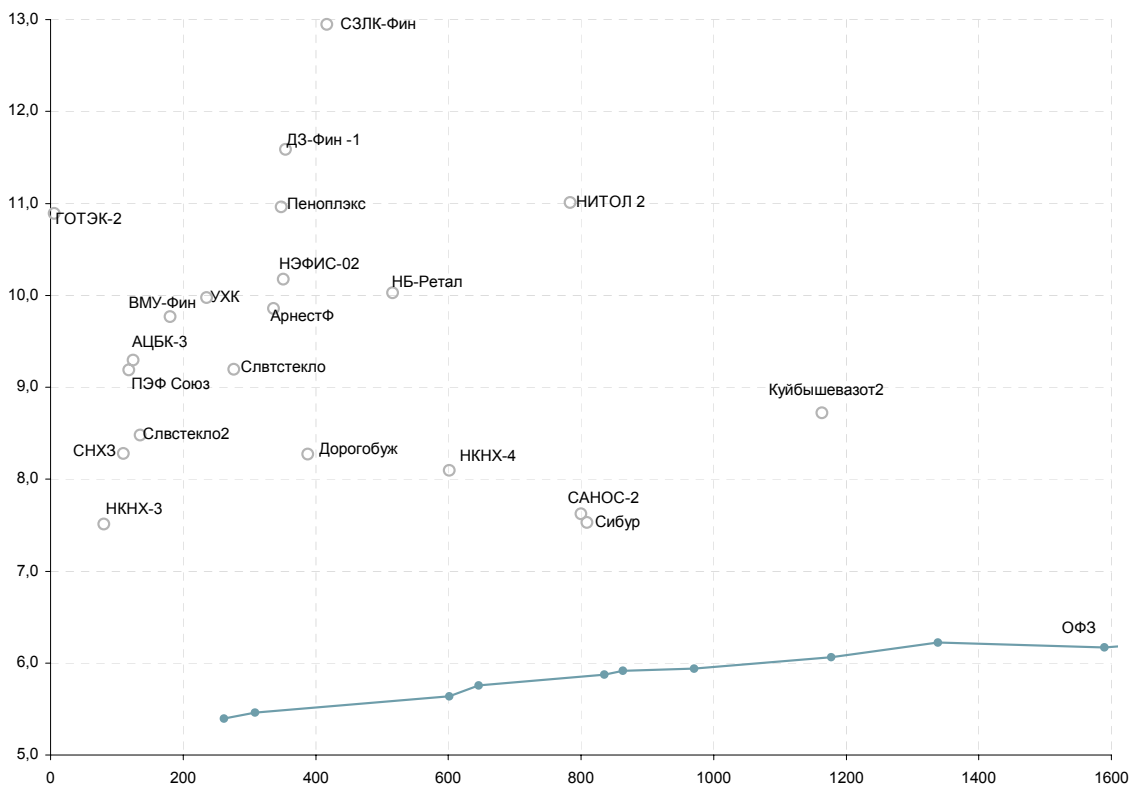
Телекомы



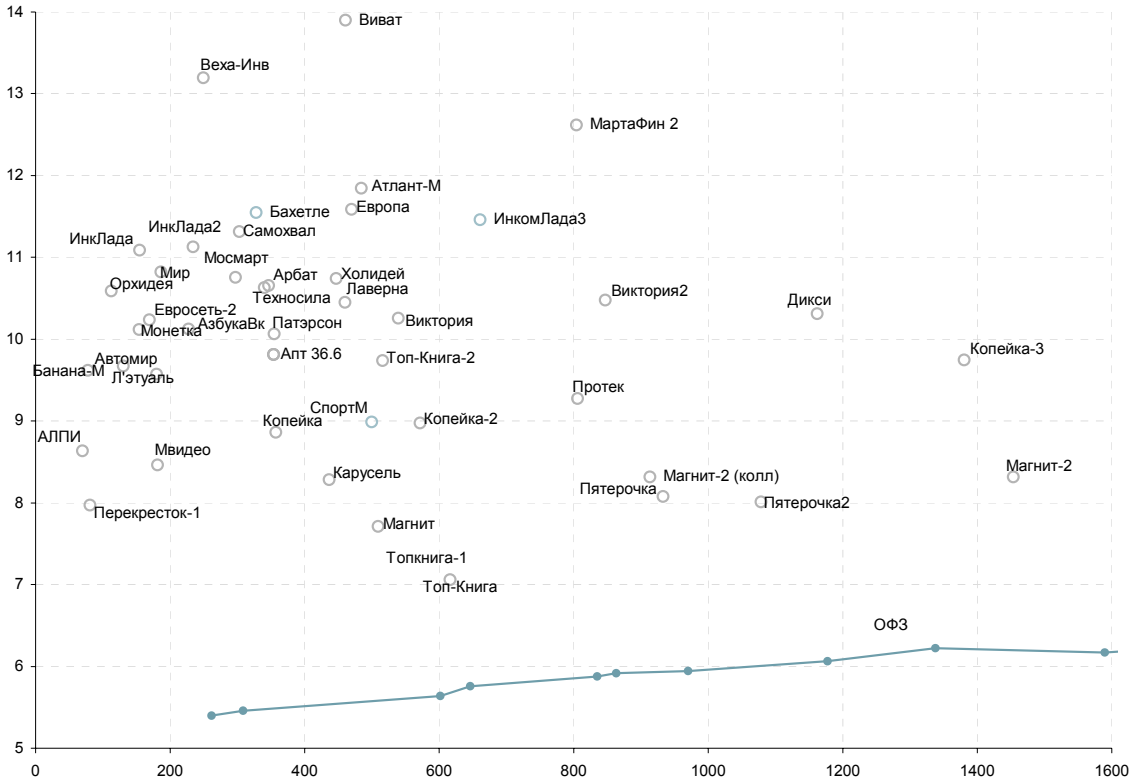
### Нефтегазовая отрасль



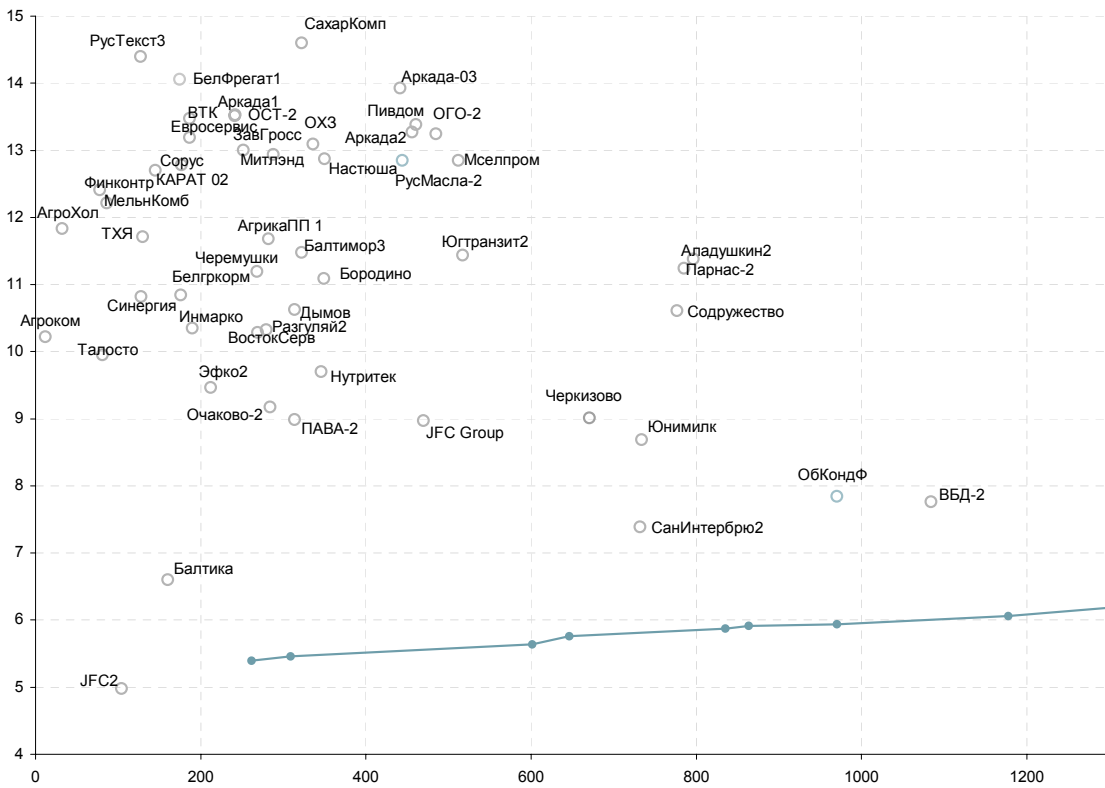
### Химия и ЛПК



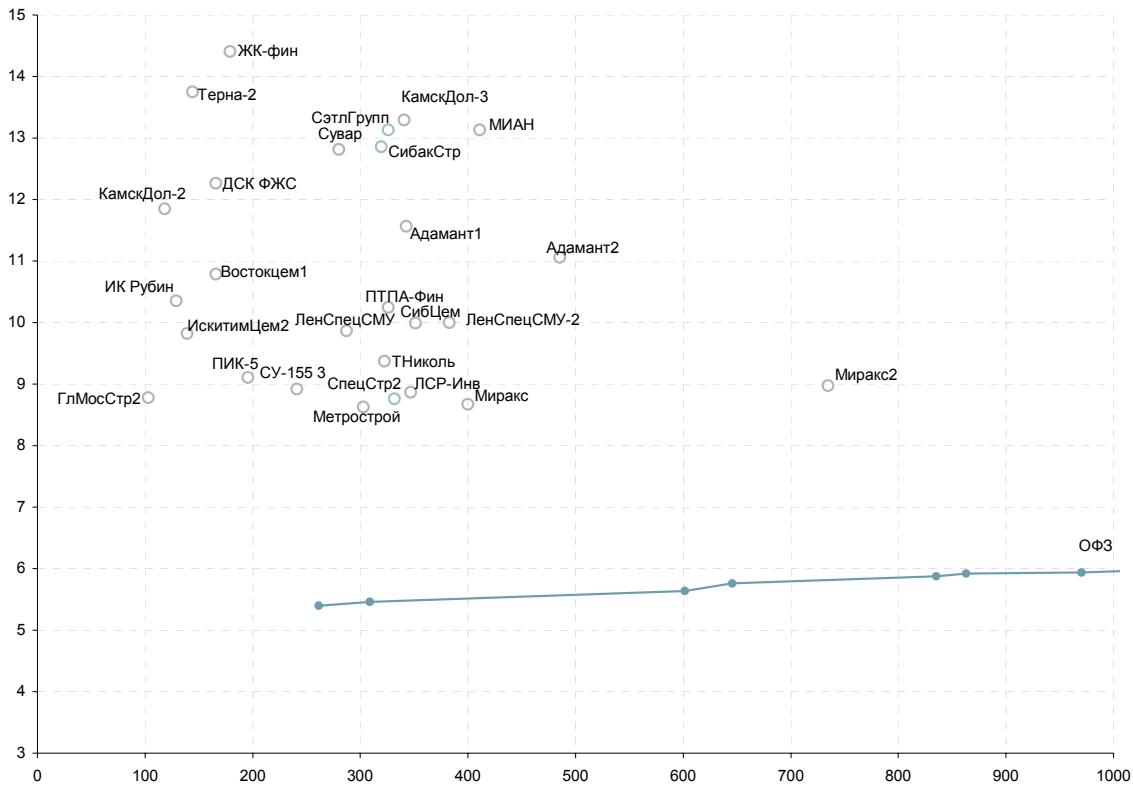
**Ритейл**



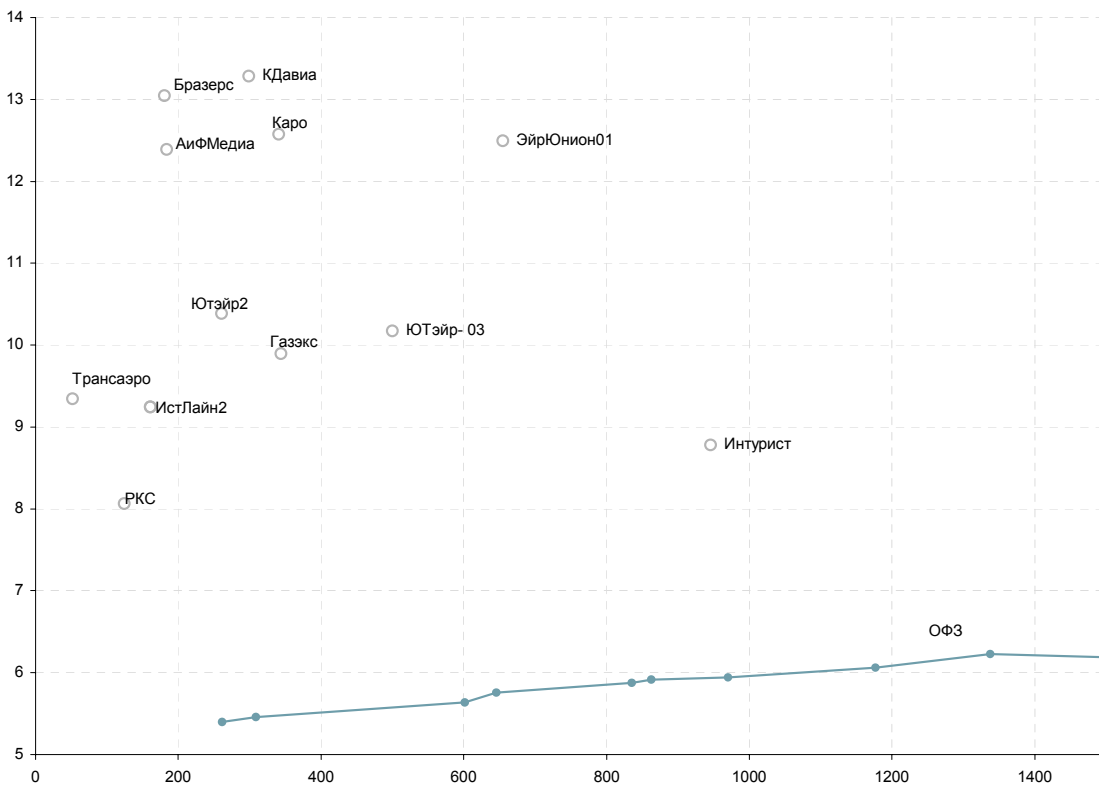
**Пищевая промышленность и АПК**



**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.