

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

ООО «ПФК ДиПОС» пополнит список металлотрейдеров. При этом ключевыми отличиями эмитента от отраслевых аналогов являются весомая доля в выручке доходов от металлосервисных услуг и металлопроцессинга, которую эмитент планирует продолжать увеличивать для того, чтобы компенсировать снижающуюся рентабельность операций непосредственно металлотрейдинга. Эмитент сопоставим по кредитному качеству с присутствующими на рынке компаниями отрасли, при этом позитивных оценок заслуживает достаточно комфортная для инвесторов структура займа – эмитентом выступает центр консолидации активов, выручки и прибыли. Справедливый спрэд ДиПОСа к ОФЗ мы оцениваем на уровне 500 – 520 б.п., что соответствует доходности к оферте через 1 год **10.45% - 10.65% годовых**. (Подробнее стр.2)

| | |
|---------------|---|
| ДиПОС | 2 |
| Автомир | 3 |
| Газэнергосеть | 4 |

27 июня **Группа компаний Автомир** размещает второй облигационный выпуск на 2 млрд. руб. с погашением через три года и полуторагодовой офертой. На наш взгляд, справедливым является спрэд в 550 - 570 б.п., что соответствует **доходности к оферте 11%-11.20%**. Данный спрэд предполагает 60-80 дисконт к торгуемому выпуску Атлант-М и 20-30 спрэд к выпуску Инком-Авто. Эмитент является крупнейшим розничным оператором на автомобильном рынке, имеет наиболее диверсифицированный марочный портфель и характеризуется умеренной долговой нагрузкой. С другой стороны, мы отмечаем высокую непрозрачность денежных потоков и структурные риски. (Подробнее стр. 3)

ОАО «Газэнергосеть» - крупнейший в России поставщик сжиженного углеводородного газа бизнес которого определяется стратегическим партнерством с Газпромом. Активно используя кредитное плечо? эмитент планирует увеличить свою рыночную долю в сегменте СУГ, а также занять устойчивые позиции на розничном рынке нефтепродуктов. Фактор «родства» с Газпромом является определяющим при оценке кредитного качества компании и вкуче с обозначенными перспективами развития бизнеса может отодвинуть на «второй план» риски низкой прозрачности потоков и обременительной долговой нагрузки. Полагая, что спрэд между пятилетними бумагами Газэнергосеть и сопоставимыми по дюрации бумагами Газпрома должен быть не менее 300 б.п., справедливую доходность дебютного выпуска ОАО «Газэнергосеть» мы оцениваем на уровне **не менее 10% годовых**. (Подробнее стр. 4)

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 |
|--------|------------------|---------------|--|--------------------|
| 26 июн | Мособлгаз-2 | 3 000 | РИГрупп, Банк Москвы, БФА, Тройка | - |
| 26 июн | ДиПОС | 2 000 | ТрансКредитБанк, Райффайзенбанк, Еврофинансы | УТР 10.45%-10.65% |
| 27 июн | Газэнергосеть | 1 500 | Райффайзенбанк | УТМ не менее 10% |
| 27 июн | Автомир-финанс-2 | 2 000 | Банк ЗЕНИТ | УТР 11%-11.2% |
| 27 июн | Альянс Финанс | 3 000 | Ак Барс Банк, ИК Капиталист | - |
| 29 июн | ОГК-2 | 5 000 | Номос-Банк | - |

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

26 июня на долговом рынке дебютирует ООО «Производственно-коммерческая фирма «ДиПОС» с займом на 2 млрд. руб. Срок обращения бумаг составит 5 лет, условиями выпуска предусмотрена оферта через 1 год.

Эмитент является головной компанией холдинга, входящего в пятерку крупнейших независимых металлотрейдеров с рыночной долей около 4.8% и выручкой по итогам 2006 года 13.5 млрд. руб.

Металлотрейдинг обеспечивает около 80% выручки Группы ДиПОС. Холдинг имеет типичную для компаний отрасли структуру, состоящую из разветвленной сбытовой сети, оснащенной складскими помещениями, которые, что не маловажно, в основном находятся в собственности Группы. Можно отметить, что по размеру собственных складских площадей ДиПОС даже превосходит лидера рынка Сталепромышленную компанию (СПК), владея 150 тыс. кв.м. против 103 кв. м., принадлежащих СПК. Кроме того, заметным отличием от присутствующих на долговом рынке отраслевых аналогов (СПК, Инпрома, Металсервиса) является консолидация основных активов на балансе головной, компании, выступающей эмитентом облигаций.

Дополнительным «плюсом» холдинга с точки зрения понятности потоков в условиях отсутствия консолидированной аудированной отчетности по МСФО является также тот факт, что ПКФ ДиПОС генерирует почти 95% выручки и прибыли Группы.

Оперирует Группа ДиПОС, главным образом, на рынке Европейской части России, основными потребителями являются строительные и машиностроительные компании. Среди потребителей продукции ДиПОСа такие известные имена как Enka, Strabag, Дон-Строй, Крост и др. Эмитент принимал участие в реализации таких крупных проектов, как строительство Московской кольцевой автодороги, Третьего транспортного кольца, жилых комплексов «Алые Паруса», «Триумф – Палас», торгово-развлекательных центров «Рамстор», «ИКЕА», «Ашан». Структура поставщиков компании достаточно широко диверсифицирована и включает крупнейшие металлургические холдинги.

Доля металлопроцессинга и сервисных услуг в выручке в прошлом году составила 20%, что заметно выше показателя основных конкурентов, в среднем доля данного направления в выручке не превышает 5 – 10%. При этом стратегия развития холдинга предполагает смещение приоритетов именно в область формирования дополнительной добавленной стоимости посредством развития сервисных услуг. Особую значимость это приобретает в условиях роста закупочных цен на металлопродукцию и металлопрокат, который стимулирует металлотрейдеров к поиску новых способов поддержания рентабельности бизнеса. Так, к концу 2007 года, эмитент планирует увеличить долю данного направления в выручке до 30-35%, что должно найти свое позитивное отражение в финансах, поскольку если торговая наценка в большинстве случаев не превышает 10%, рентабельность собственного производства может достигать 20 – 30%.

Ключевой производственный актив Группы ДиПОС – металлоцентр в Иваново на базе ООО «Верхневолжский СМЦ», также задействован в выпуске – выступает поручителем по займу. В настоящее время данный актив является «главным плацдармом» для организации наиболее эффективного собственного производства, которое будет финансироваться за

ДиПОС

Размещение: 26 июня 2007

Объем: 2 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет (1 год)

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

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Еврофинансы ИК, Райффайзенбанк, ТрансКредитБанк

счет средств облигационного займа.

В перспективе ДиПОС планирует создать сеть аналогичных металлоцентров, что, скорее всего, найдет свое отражение в укреплении кредитного качества компании.

Финансовые показатели металлотрейдеров в 2006 г.

| | ПКФ ДиПОС | Металлсервис | Группа СПК | Инпром | Среднее |
|---------------------------------|-----------|--------------|------------|----------|---------|
| Отчетность | РСБУ | РСБУ | Управленч | РСБУ | |
| Выручка, млн. руб. | 13 527,5 | 13 945,5 | 20 377,1 | 12 046,0 | 14974,0 |
| темп роста выручки 06/05 | 39% | 61% | 136,2% | 47,2% | - |
| Операционная прибыль, млн. руб. | 684,0 | 785,4 | 769,2 | 308,8 | 636,9 |
| темп роста опер. прибыли 06/05 | 142% | 126% | 181,8% | 0,1% | - |
| Чистая прибыль | 410,4 | 342,8 | 498,9 | 122,0 | 343,5 |
| темп роста чистой прибыли 06/05 | 225% | 238% | 368,2% | 165,2% | - |
| ЕБИТДА | 722,0 | 754,0 | 815,0 | 724,0 | 753,8 |
| Рентабельность продаж | 5,1% | 5,6% | 3,8% | 2,6% | 4,3% |
| ЕБИТДА margin | 5,3% | 5,4% | 4,0% | 6,0% | 5,2% |
| Net Margin | 3,0% | 2,5% | 2,4% | 1,0% | 2,2% |
| Активы, млн. руб. | 3 455,9 | 4 816,8 | 4 098,5 | 7 229,0 | 4 900,0 |
| Долг, млн. руб. | 1 764,4 | 3 326,7 | 1 819,8 | 1 699,9 | 2 152,7 |
| Debt ratio | 51,1% | 69,1% | 44,4% | 23,5% | 47,0% |
| Долг/ЕБИТДА | 2,4 | 4,4 | 2,2 | 2,3 | 2,9 |
| ЕБИТДА/% расходы | 4,7 | 3,1 | 4,8 | 4,4 | 4,2 |
| УТР на 22.07.2007 | - | 10,78% | 10,46% | 8,8% | - |
| Спрэд к ОФЗ | - | 530 б.п. | 490 б.п. | 315 б.п. | - |

Источник: Данные компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

Сегмент металлотрейдинга довольно широко представлен на долговом рынке. Сопоставляя ДиПОС с отраслевыми аналогами, мы обращаем внимание на его довольно прочное финансовое состояние, характеризующегося рентабельностью на среднеотраслевом уровне и приемлемой для качественного обслуживания долговой нагрузкой.

Оценивая справедливую доходность торгуемых выпусков металлотрейдеров и их текущие спрэды к ОФЗ, можно отметить, что присутствие в котировальных списках А1 ММВБ облигаций Инпрома «вычеркивает» их из списка ориентиров по доходности.

При размещении облигаций Металлсервиса и Группы СПК в последних числах мая их доходностью сложилась на уровне соответственно 10.78% к офферте через 1 год (текущий спрэд к ОФЗ 530 б.п.) и 10.46% к полуторалетней офферте (текущий спрэд к ОФЗ 490 б.п.). На фоне СПК ДиПОС проигрывает по масштабам бизнеса, при этом характеризуется более высокой рентабельностью. От Металлсервиса ДиПОС отличается более низкой долговой нагрузкой. Учитывая, что по сравнению с выпусками аналогов структура займа Группы ДиПОС выглядит более качественной, поскольку эмитентом выступает центр консолидации активов и выручки, мы полагаем, что спрэд к ОФЗ в диапазоне 500 б.п. – 520 б.п. является адекватным кредитному качеству компании. Таким образом, **справедливую доходность облигаций нового выпуска мы оцениваем на уровне 10.45% - 10.65% годовых к офферте через 1 год.**

27 июня Группа компаний Автомир размещает второй облигационный выпуск на 2 млрд. руб. с погашением через три года и полуторалетней оффертой. Привлеченные от размещения средства будут направлены на рефинансирование кредитного портфеля и инвестиции в развитие в соотношении 60/30, в том числе на выкуп первого займа в размере 1 млрд. руб. по которому предусмотрена офферта в сентябре текущего года. Таким образом, качество кредитного портфеля по срочности по сравнению с 2006 г. по итогам 2007 г. улучшится: доля долгосрочного долга возрастет до 71% с 41% соответственно.

Компания является крупнейшим розничным автомобильным дилером на российском рынке по объему продаж в натуральном выражении. По итогам двух последних лет ГК Автомир удерживает первое место на российском и федеральном рынке по данному показателю.

С точки зрения портфеля марок эмитент также опережает основных конкурентов - портфель объединяет 22 марки. Кроме того, в том числе компания является единственной, имеющей официальное дилерство по девяти из TOP-10 марок. В 2006 г. было открыто несколько ТСК как в Москве, так и в регионах, совершен ряд сделок по покупке дилеров и проведен ребрендинг старого формата в соответствии с современными требованиями

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Автомир-Финанс-2

Размещение: 27 июня 2007

Объем: 2 млрд. руб.

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

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

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Банк ЗЕНИТ

производителей. На сегодняшний день торговая сеть ГК Автомир включает 25 объектов (мультибрендовые и монодилерские ТСК): 18 точек в московском регионе и семь региональных объектов. Был также расширен сервисный блок компании (количество сервисных постов возросло на 37%), являющийся более стабильным с точки зрения генерирования доходов по сравнению с продажей автомобилей, а также более рентабельным. Выручка Автомира за 2006 г. превысила \$1 млрд, а в текущем году планируется обеспечить 50% рост и довести показатель до \$1.5 млрд., к 2010 г. до \$2.75 млрд.

| \$ тыс. | 2 002 | 2 003 | 2 004 | 2 005 | 2 006 |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Выручка | 275 801 | 416 847 | 654 414 | 771 734 | 1 073 229 |
| Валовый доход | 48 568 | 75 200 | 112 243 | 122 745 | 175 442 |
| ЕБИТДА | 6 920 | 24 450 | 27 068 | 19 816 | 43 265 |
| Чистая прибыль | 1 372 | 18 828 | 17 493 | 7 361 | 27 002 |
| Валовая рентабельность | 17,6% | 18,0% | 17,2% | 15,9% | 16,3% |
| Рентабельность ЕБИТДА | 2,5% | 5,9% | 4,1% | 2,6% | 4,0% |
| Чистая рентабельность | 0,5% | 4,5% | 2,7% | 1,0% | 2,5% |
| Долг / ЕБИТДА | 2,51 | 1,27 | 2,22 | 3,47 | 3,12 |
| Чистый долг / ЕБИТДА | 2,33 | 0,99 | 2,03 | 3,15 | 2,93 |
| ЕБИТДА / Процентные платежи | 1,72 | 6,49 | 4,12 | 2,13 | 3,41 |

Источник: данные компании, оценка Банка ЗЕНИТ

Основным недостатком эмитента является невысокая прозрачность денежных потоков: наличие большого количества юридических лиц в структуре затрудняет анализ движения денежных средств и процесса формирования чистого финансового результата внутри группы. Тем не менее, следует отметить, что эти недостатки свойственны очень многим ритейлерам второго/третьего эшелона, представленным на долговом рынке.

На рынке торгуются выпуски трех автодилеров: первый выпуск Автомира, два выпуска Инком-Авто (третий недавно разместился под ставку 11% к двухлетней оферте) и Атлант-М. По дюрации (1.5 года) наиболее сопоставим выпуск Атлант-М, торгующийся с доходностью 11.85% в ноябре 2007 г. (купон 12.25%, следующий купон 11.25%), текущий спрэд к ОФЗ 630 б.п.). Автомир превосходит Атлант-М по выручке, но уступает по рентабельности, а также по долговой нагрузке. Тем не менее, позиции Автомира на отечественном рынке значительно более прочные (компания лидирует по количеству салонов и по объему розничных продаж). На наш взгляд, дисконт Автомира к Атлант-М должен составлять 60-80 б.п.

По сравнению с Инком-Авто, Автомир опережает конкурента по выручке и по количеству салонов, исторически отражает более низкую долговую нагрузку, при этом уступая по рентабельности ЕБИТДА. Следует отметить, что расчет ЕБИТДА Автомира включает внеоперационные статьи, представляющие переоценку собственности и стоимость объектов для перепродажи. С точки зрения преимуществ Автомира перед конкурентом, мы отмечаем тот факт, что на отечественном рынке Автомир второй год подряд по объему продаж занимает первое место, а Инком-Авто – третье. Мы полагаем, что в силу этого дисконт Автомира к Инкому должен составлять не менее 20-30 б.п.

Таким образом мы считаем справедливым спрэд к ОФЗ в 550 - 570 б.п., что соответствует доходности к полугодовой оферте 11%-11.20%.

27 июня ОАО «Газэнергосеть» /ГЭС/ планирует разместить пятилетние облигаций на сумму 1.5 млрд. руб.

Эмитент является крупнейшим в России поставщиком коммерческого сжиженного углеводородного газа /СУГ/, потребителями которого являются предприятия коммунально-бытового сектора, автомобильные газозаправочные станции, а также промышленные предприятия (такие как ОАО «Нижнекамнефтехим», ОАО «Импэкснефтехим», Группа компаний «Титан» и др.).

Акционерами ОАО «Газэнергосеть» являются входящие в Группу Газпром ОАО «Межрегионгаз» (31.5% УК) и «Петербургрегионгаз» (68.5% УК).

На текущий момент ГЭС контролирует порядка 24% рынка коммунально-бытового и газомоторного топлива, осуществляя продажи в 60 регионах России.

Структура ОАО «ГЭС» включает активы, рыночная стоимость которых, согласно инвестиционному меморандуму, оценивается на уровне порядка 5 млрд. руб. В частности, это: 18 газонаполнительных станций, 9 газонаполнительных пунктов, 43 АГЗС. Кроме того, в рамках диверсификации в конце 2006 – начале 2007 года активы компании пополнились 3 нефтебазами и 25 АЗС, а также было завершено строительство завода по производству пропилента.

С 2004 года ГЭС является единым оператором по реализации СУГ, произведенного на заводах Газпрома. С ноября 2006 года эмитент стал оператором Газпрома по поставкам

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

Газэнергосеть

Размещение: 27 июня 2007

Объем: 1.5 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 5 лет

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, остальные приравниваются первому

Доходность к погашению (оферте): определяется на аукционе

Организатор: Райффайзен-банк

бутана на внутреннем рынке. С ноября прошлого года в рамках диверсификации бизнеса ГЭС реализует проект по развитию сегмента розничных продаж нефтепродуктов, в частности, произведенных ООО «Астраханьгазпром».

Таким образом, бизнес ГЭС очень тесно взаимосвязан с Газпромом, и операционные риски компании во многом определяются производственно-сбытовой политикой Газпрома. В частности, эмитент планирует увеличить свою рыночную долю в сегменте СУГ до 28-29% после увеличения объемов производства СУГ на реконструированном заводе ООО «Оренбурггазпром», а также занять устойчивые позиции на розничном рынке нефтепродуктов, начав с Юга России и продвигая продукты ООО «Астраханьгазпром».

В прошлом году выручка ГЭС выросла к уровню 2005 года почти на 54% до 8.6 млрд. руб., при двукратном росте операционной прибыли со 187 млн. руб. до 372 млн. руб. и увеличении рентабельности продаж с 3.3% до 4.3%.

В 2007 году эмитент продолжил активно наращивать обороты, и по итогам трех месяцев текущего года выручка составила более 5.4 млрд. руб., главным образом, за счет начала реализации нефтепродуктов. Рентабельность продаж ОАО «Газэнергосеть» остается достаточно скромной – на уровне 3.5%, поскольку прибыль от розничных продаж отражается в отчетности ее дочерних компаний, специализирующихся на розничной реализации как СУГ, так и нефтепродуктов. Исходя из этого, можно отметить, что оценить реальную эффективность бизнеса ГЭС пока не представляется возможным ввиду отсутствия консолидированной отчетности. Вместе с тем, компания заявляет о своих планах начать с текущего года подготовку консолидированной отчетности по МСФО, что позволит более адекватно оценивать ее кредитное качество.

Большую часть средств облигационного займа эмитент планирует направить на развитие наиболее рентабельного направления – розничной реализации СУГ и нефтепродуктов посредством приобретения/строительства новых автомобильных газозаправочных станций /АГЗС/ и газонаполнительных пунктов. При этом в реализации своей стратегии по выходу в розничный сегмент эмитент планирует объединять реализацию СУГ и нефтепродуктов и развивать сеть многопливных автозаправочных станций, которые характеризуются не только меньшими затратами на строительство по сравнению с АЗС или АГЗС, но и меньшими операционными издержками по содержанию и обслуживанию.

Хотя эмитент имеет уже достаточно значительный набор активов, можно отметить, что компания в настоящее время находится в начальной стадии активного роста. При этом финансирование расширения бизнеса осуществляется преимущественно за счет заемных средств. В результате кредитный портфель ГЭС увеличился до 2.1 млрд. руб. и в ближайшей перспективе ожидается его дальнейший рост (после этого займа, компания планирует еще один на 1.5 млрд. руб.). Учитывая, что бизнес компании характеризуется достаточно скромной рентабельностью, риски обременительного долгового бремени будут главной характеристикой кредитного качества ГЭС в ближайшей перспективе.

Финансовые показатели ОАО «Газэнергосеть»

| | 2005 | 2006 | 1 кв 2007 | 2007П | 2008П |
|---------------------------------|-------|-------|-----------|--------|--------|
| Выручка, млн. руб. | 5 587 | 8 621 | 5 445 | 26 663 | 32 491 |
| Операционная прибыль, млн. руб. | 187 | 372 | 193 | 720 | 915 |
| Чистая прибыль, млн. руб. | 130 | 237 | 123 | 366 | 375 |
| Рентабельность продаж | 3,3% | 4,3% | 3,5% | 2,7% | 2,8% |
| Net Margin | 2,3% | 2,7% | 2,3% | 1,4% | 1,2% |
| Активы, млн. руб. | 603 | 2 732 | 4 974 | 6 610 | 6 600 |
| Долг, млн. руб. | - | 1 136 | 2 117 | 4 300 | 4 090 |
| Debt ratio | - | 41,6% | 42,5% | 65,1% | 62,0% |
| Долг/Операц. прибыль | - | 3,1 | 11,0 | 6,0 | 4,5 |

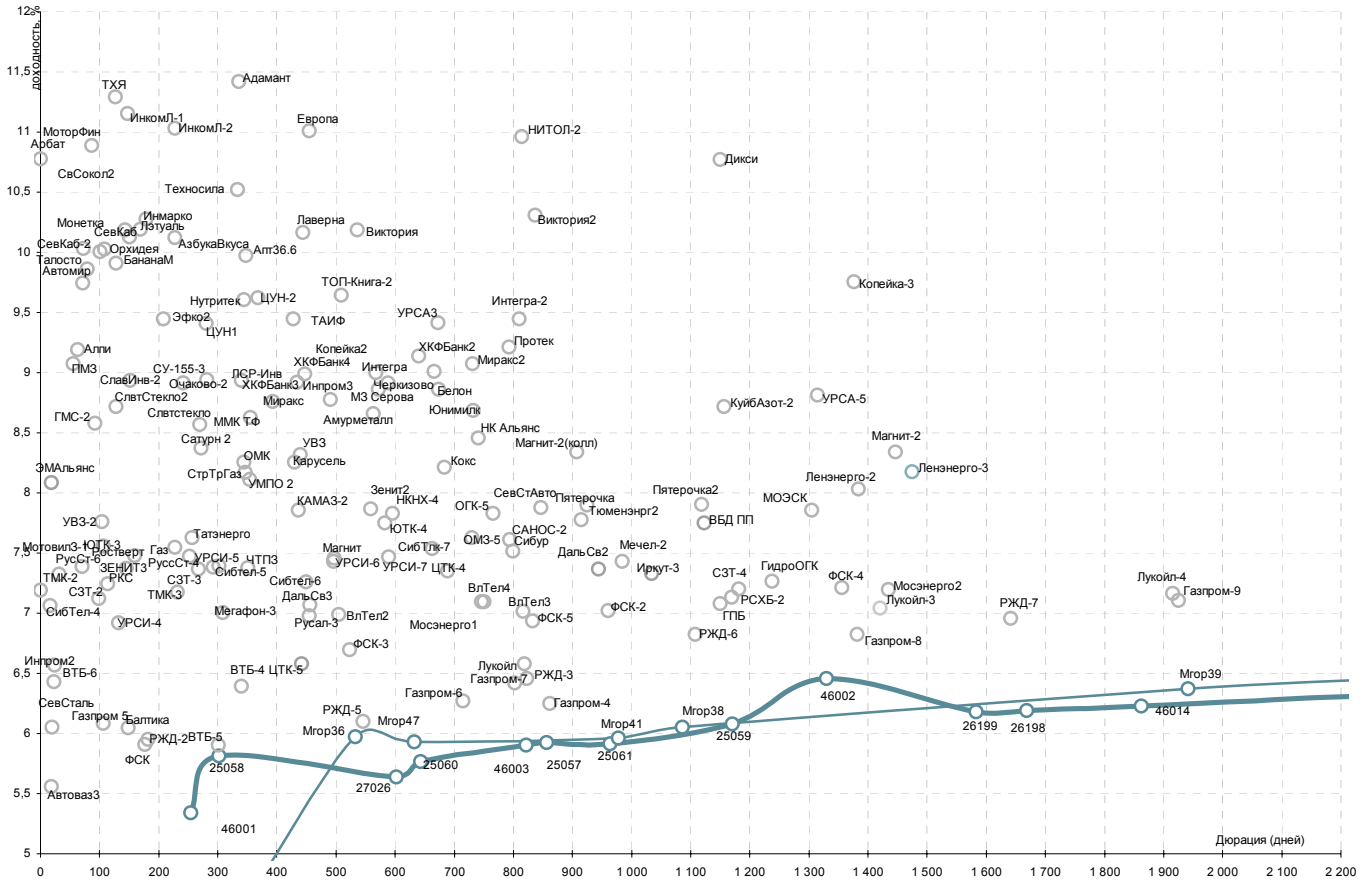
Источник: Неконсолидированная отчетность по РСБУ ОАО «ГЭС», данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Среди присутствующих на долговом рынке компаний ТЭК, не относящихся к сегменту blue chips, наиболее подходящей для сравнения с эмитентом компанией является ОАО «Удмуртнефтепродукт», которая специализируется на розничных и оптовых продажах нефтепродуктов. При этом существенная переоценка кредитного качества компании произошла после приобретения 41.8% ее акций Лукойлом. Доходность облигаций Удмнефтпр-1 в последнее время снизилась до 9.1% к погашению в сентябре 2008 года (спрэд к ОФЗ порядка 350 б.п.)

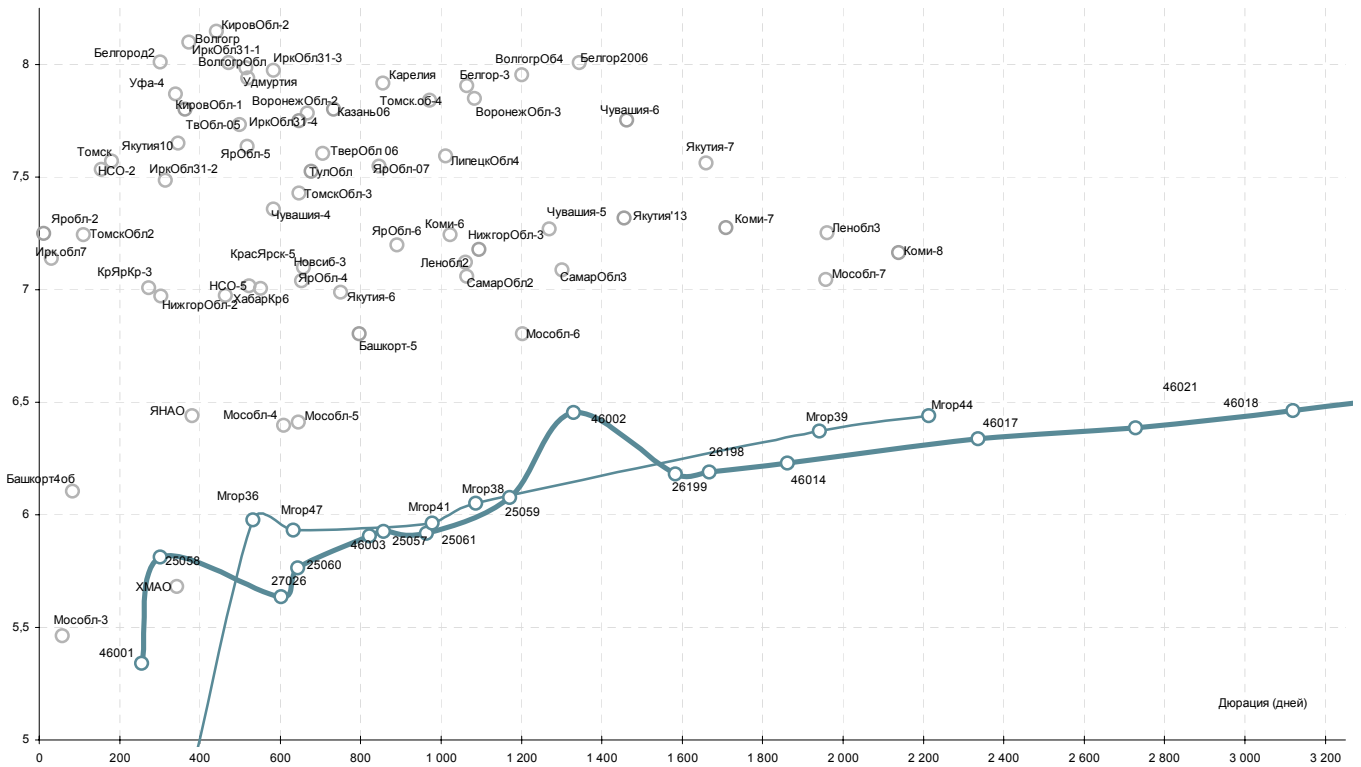
Мы полагаем, что фактор «родства» с Газпромом станет определяющим при оценке кредитного качества «Газэнергосеть». Вкупе с существующими «радужными» перспективами развития бизнеса он вполне может отодвинуть на «второй план» очевидные риски низкой прозрачности финансовых потоков и очевидные риски обременительной долговой нагрузки. В связи с чем, мы рекомендуем инвесторам более обдуманно принимать решение о приобретении «рисков Газпрома», тем более на пятилетней дюреции дебютного выпуска. Полагая, что спрэд между сопоставимыми по дюреции бумагами Газэнергосеть и Газпрома

должен быть не уже, чем между выпусками Удмуртнефтепродукта и ближайшего по дюрации выпуска Лукойла, то есть порядка 300 б.п., мы оцениваем справедливую доходность облигаций ОАО «Газэнергосеть» к погашению через 5 лет на уровне **не ниже 10% годовых**.

Кривая доходности рынка корпоративных облигаций



Кривая доходности рынка субфедеральных облигаций

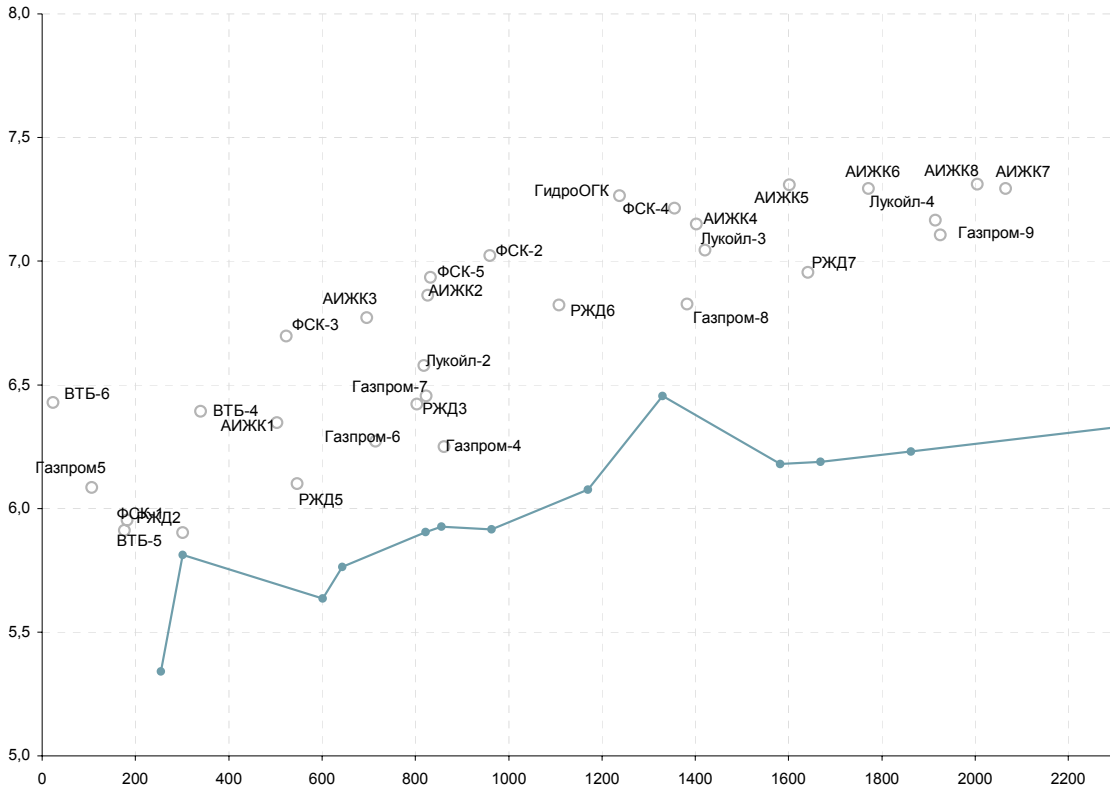


Источник: ММВБ, Банк ЗЕНИТ

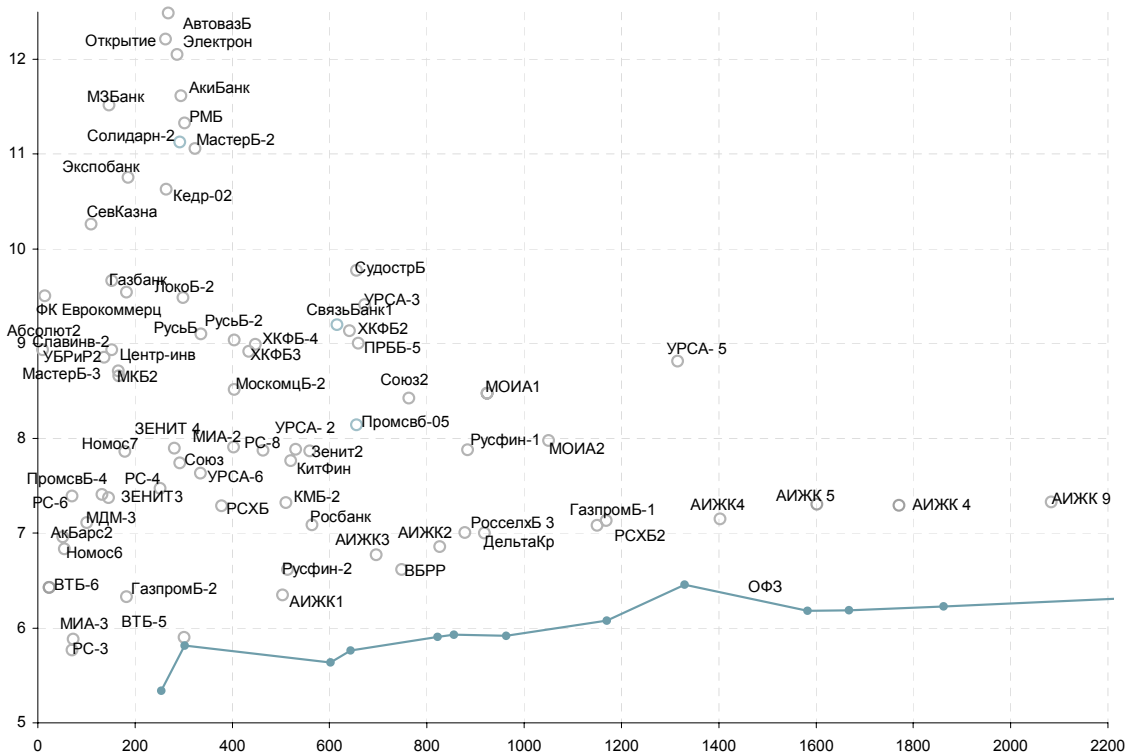


Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

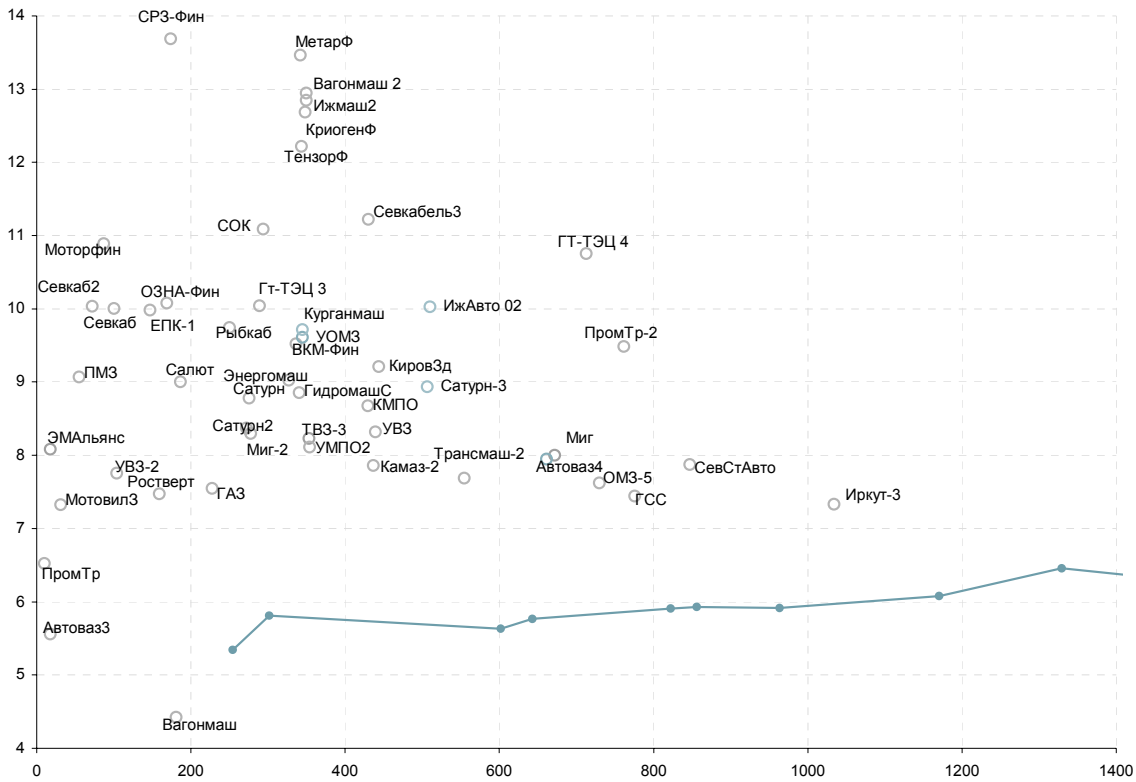
Blue chips



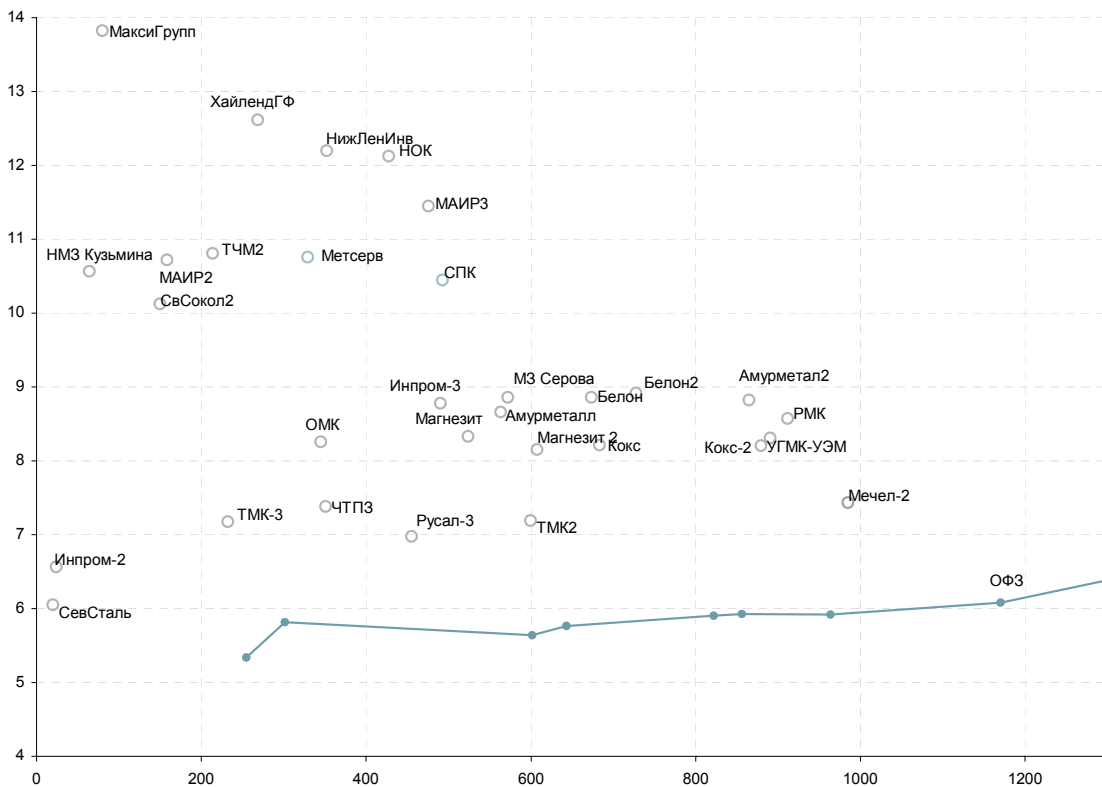
Банки, финансовые услуги



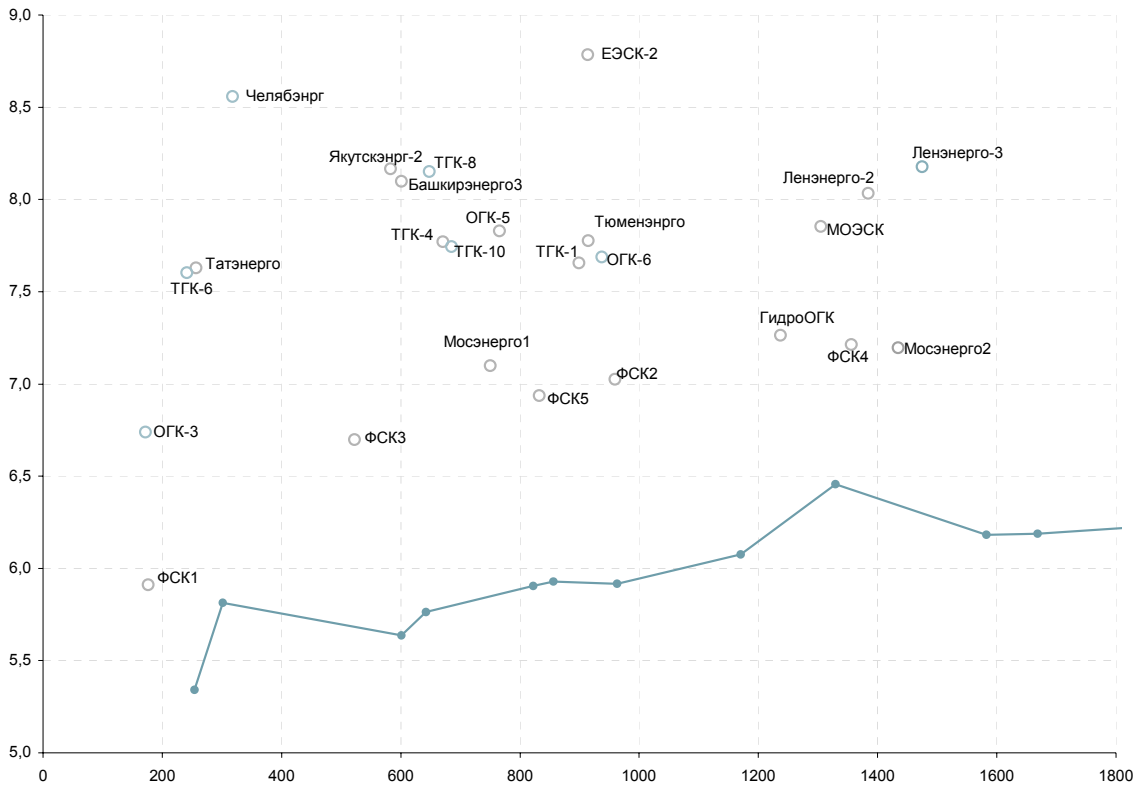
Машиностроение



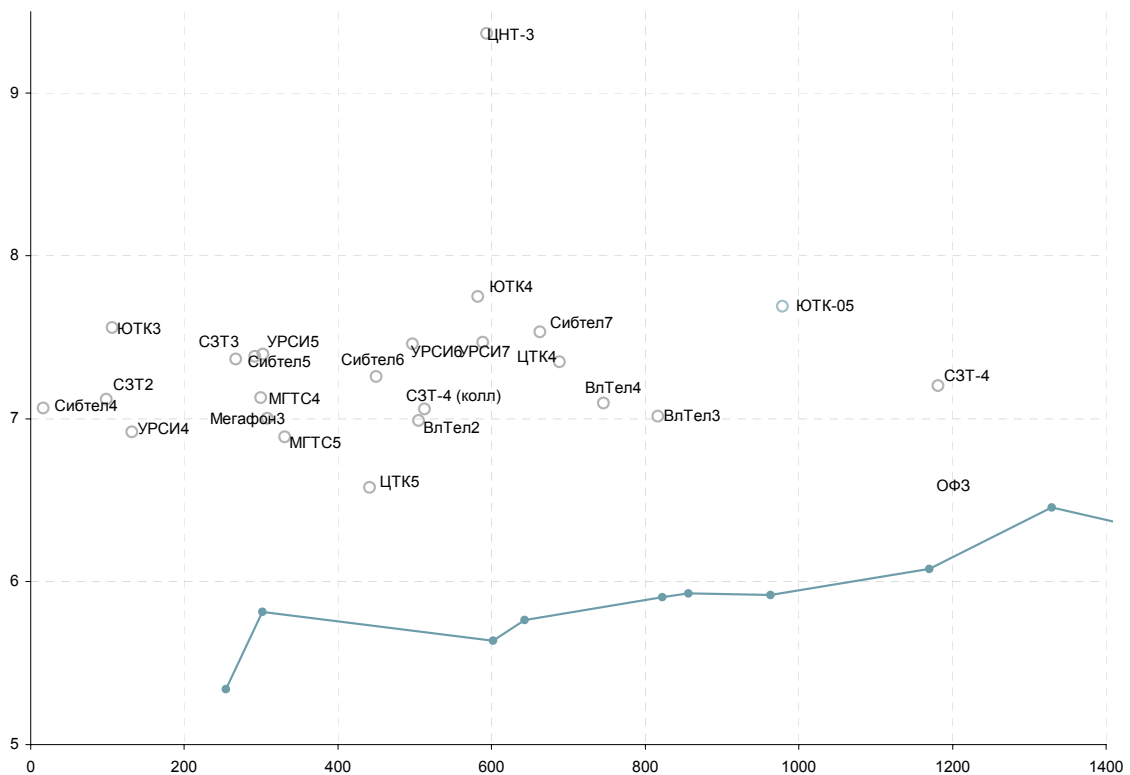
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



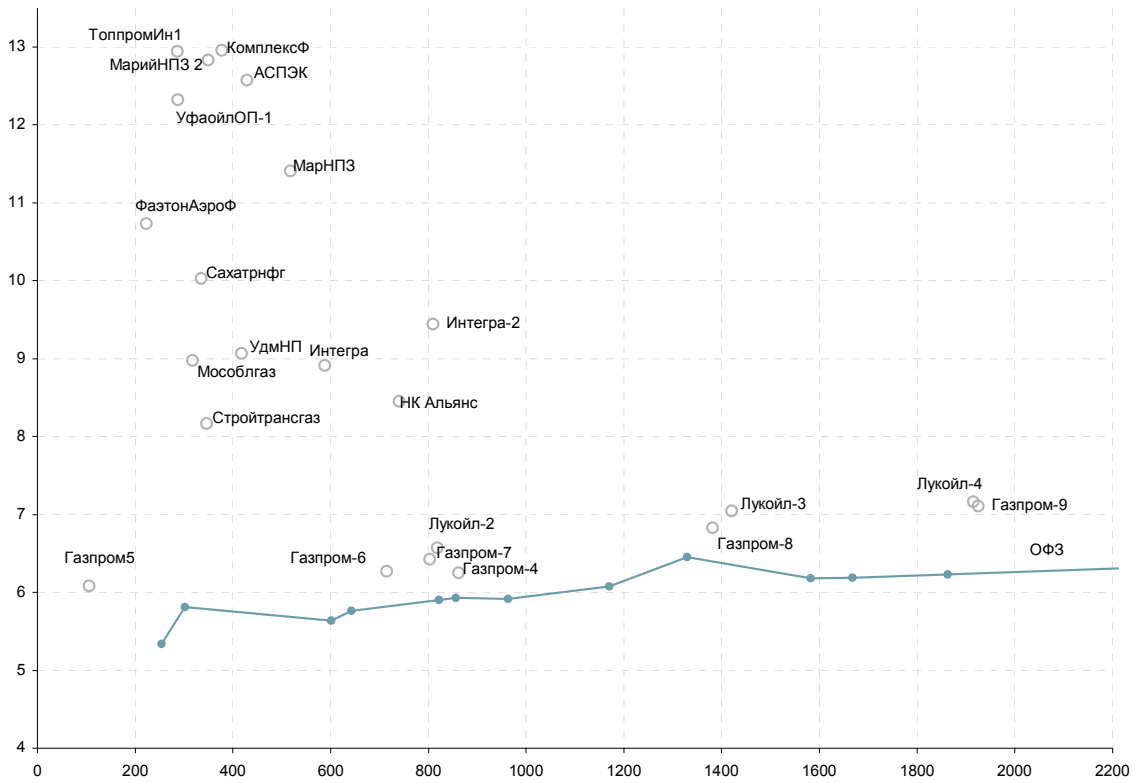
Энергетика



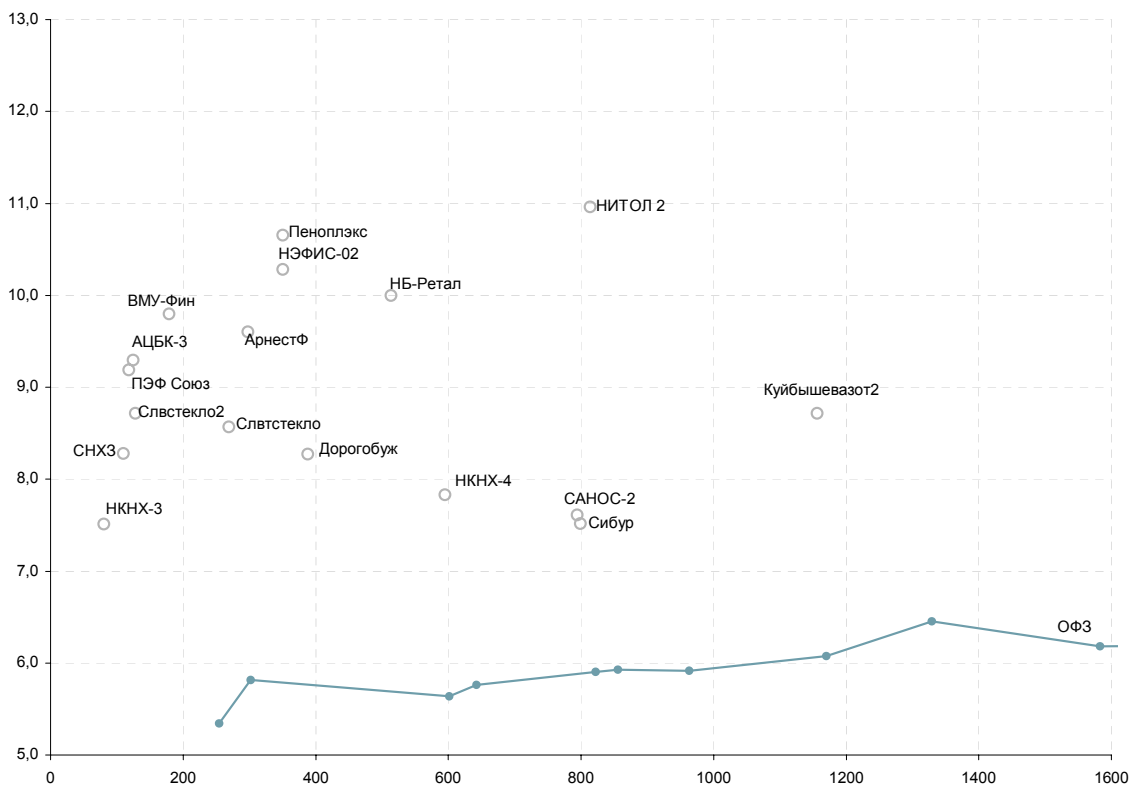
Телекомы



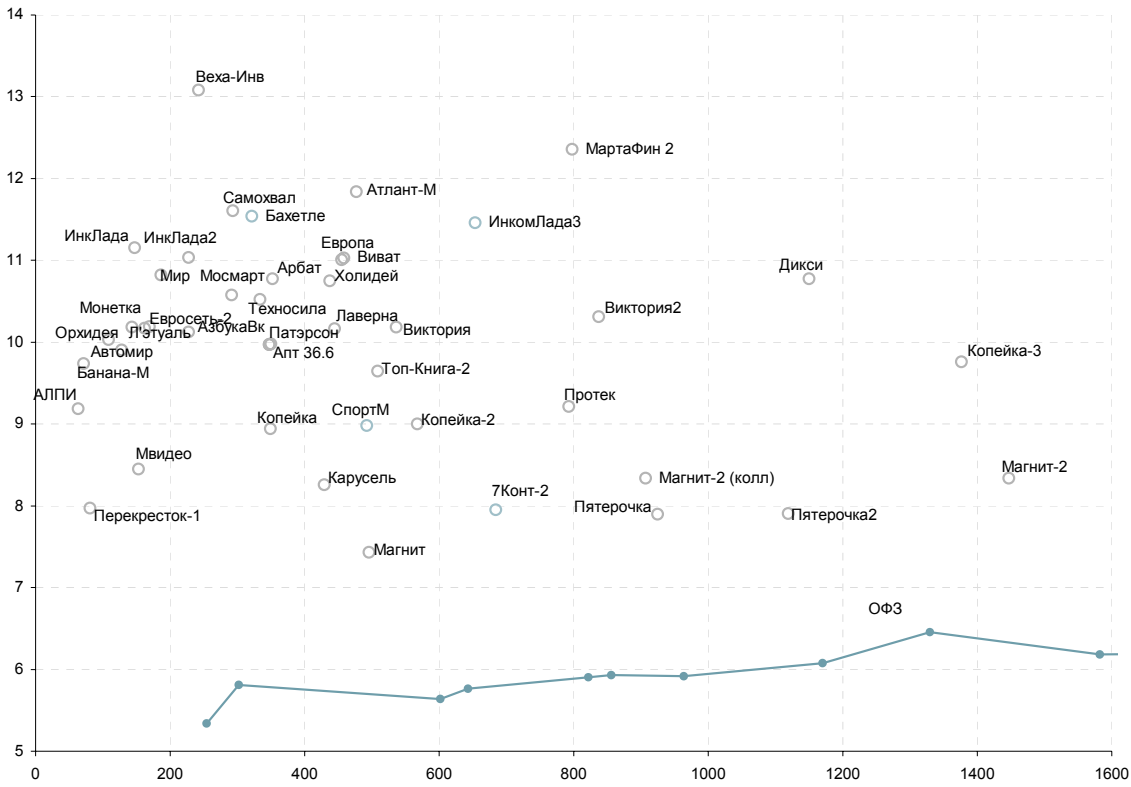
Нефтегазовая отрасль



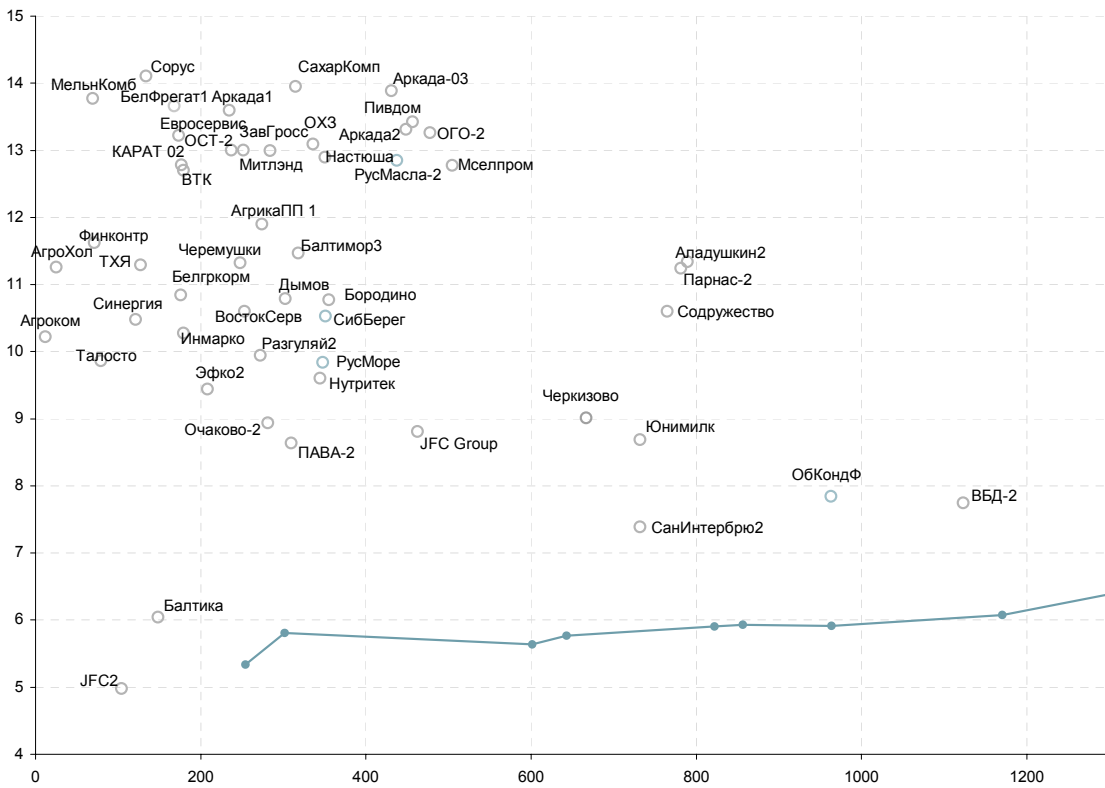
Химия и ЛПК



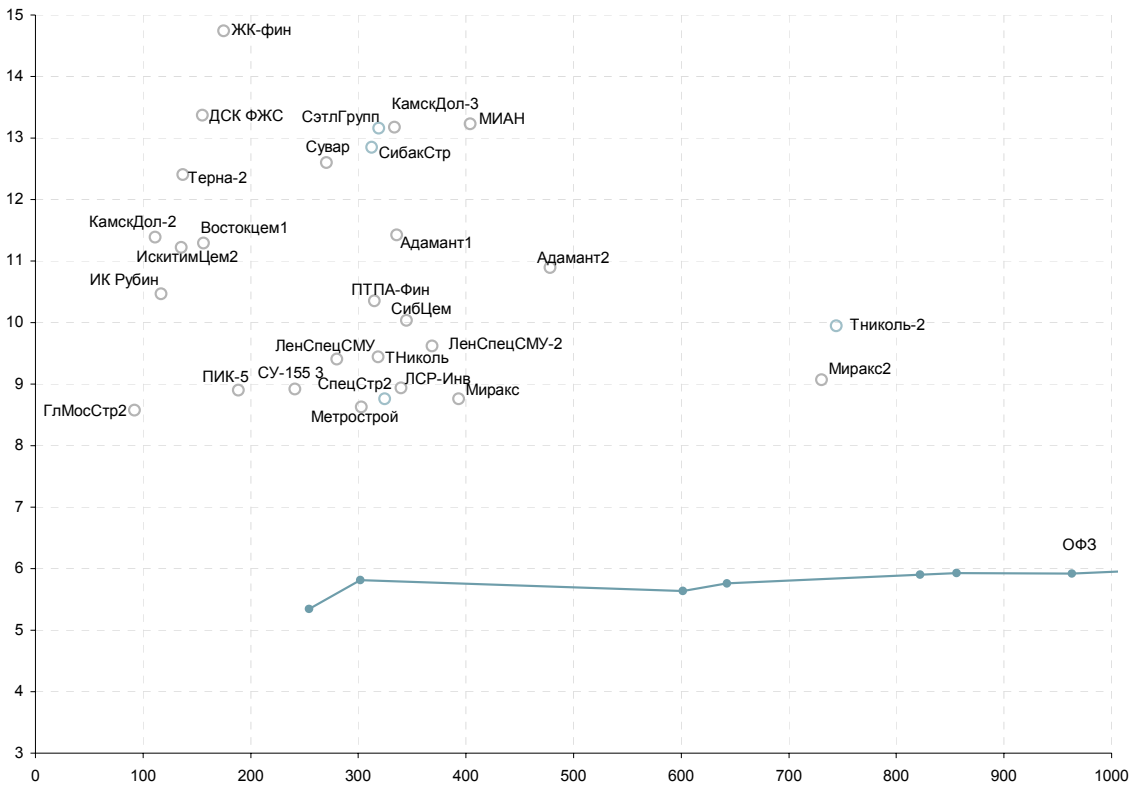
Ритейл



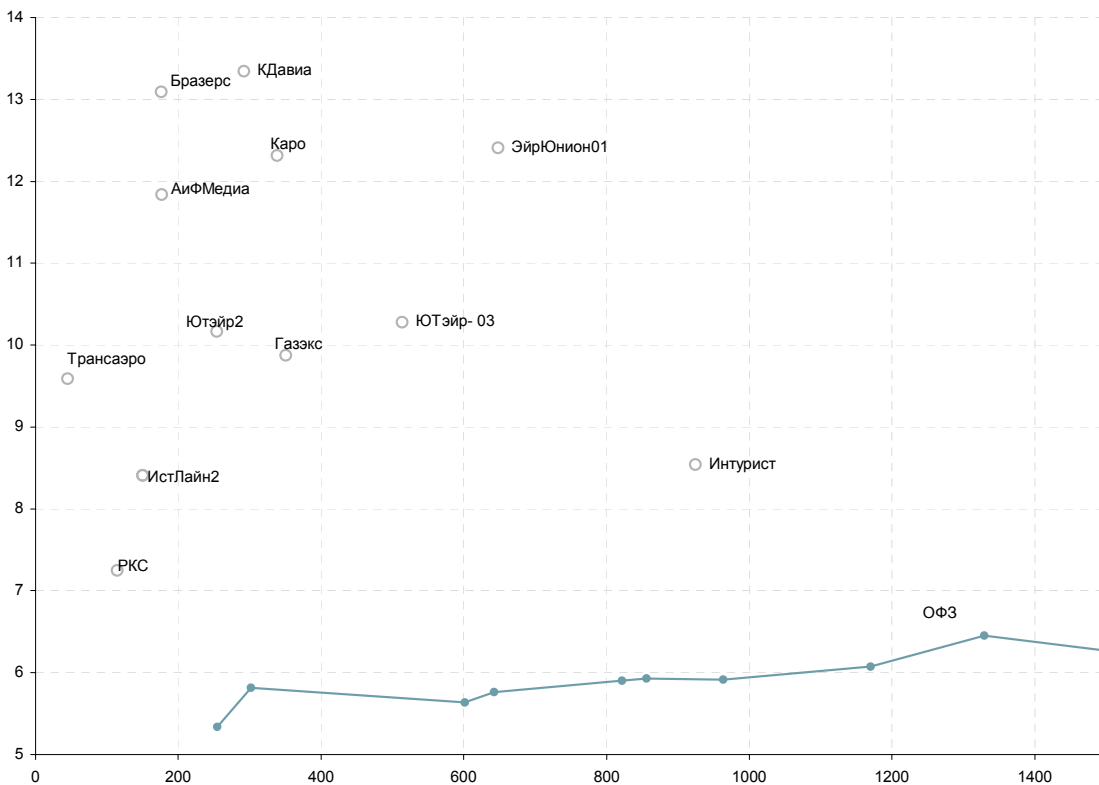
Пищевая промышленность и АПК



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.