

## ПРОТЕК Лекарство для вашего портфеля

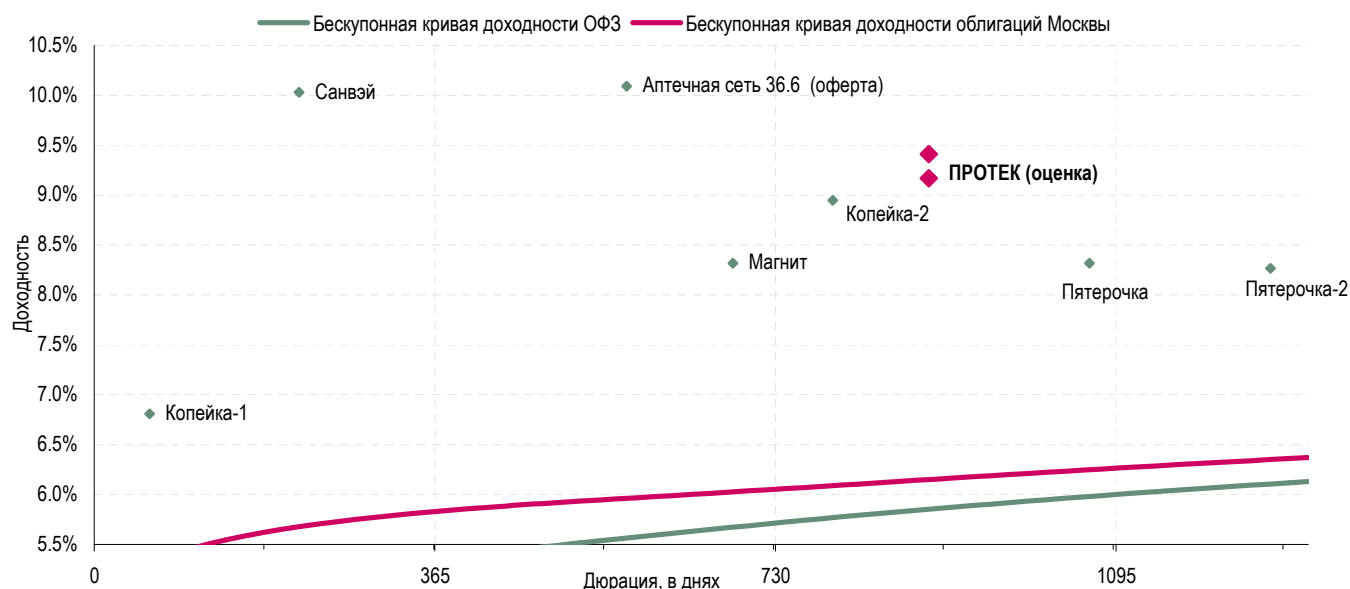
- **Дистрибутор лекарственных препаратов и сопутствующих товаров №1.** По итогам 2005 г. объем продаж ПРОТЕКа приблизился к USD1.9 млрд, а доля компании на оптовом фармацевтическом рынке России достигла 27%.
- **Акцент на рознице.** Основные капиталовложения в 2007-2009 гг. будут направлены на развитие аптечной сети Ригла (входит в группу компаний ПРОТЕК и занимает второе место по выручке в своем секторе).
- **Дополнительное лекарственное обеспечение: работа на перспективу.** В результате участия в программе ДЛО увеличилась выручка компании, хотя для этого потребовались значительные инвестиции и вложения в оборотный капитал (особенно в 2006 г.).
- **Последствия пожара.** В мае 2006 г. на одном из складов произошел пожар, нарушивший логистическую цепочку группы. Мы надеемся, что технологии дистрибуции и рентабельность будут восстановлены к концу года.
- **Сравнительно низкий долг.** Менеджмент ожидает, что по итогам 2006 г. показатель Долг/ЕБИТДА составит порядка 2.2. Это довольно низкий показатель для преимущественно торговой компании.
- **Относительная оценка.** По нашему мнению, справедливый спрэд облигаций ПРОТЕКа к кривой ОФЗ составляет 325-350 б. п., что соответствует доходности к оферте в диапазоне 9.17-9.41%. Учитывая дебютный характер, крупный объем и время размещения выпуска, мы не исключаем, что доходность на аукционе может оказаться выше нашей оценки на 30-35 б. п.
- Рыночная ситуация на момент аукциона может измениться, поэтому фактические результаты размещения могут существенно отличаться от наших оценок.

### Основные финансовые показатели (американские стандарты учета)

USD млн, если не указано иное	2004	2005	Измен.
Чистая выручка	1 222	1 863	52%
Валовая прибыль	246	380	55%
ЕБИТДА	90	163	80%
Валовая маржа	20.1%	20.4%	+0.3 п. п.
Маржа ЕБИТДА	7.4%	8.7%	+1.4 п. п.
Совокупный долг	26	83	218%
Долг / ЕБИТДА	0.3	0.5	н/д
Процентные расходы	3	6	121%
ЕБИТДА / Процентные расходы	32.3	26.3	н/д

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 1. Кривая доходности облигаций сопоставимых компаний



Источники: ММВБ, оценка Ренессанс Капитала

# Относительная стоимость

В ноябре 2006 г. Группа компаний ПРОТЕК планирует разместить дебютный выпуск рублевых облигаций объемом 5 млрд руб. Срок обращения выпуска составит пять лет, однако будет установлена промежуточная трехлетняя оферта. Эмитентом выступит специально созданное юридическое лицо ООО «ПРОТЕК ФИНАНС». Заем обеспечивается поручительством холдинговой компании ОАО «ПРОТЕК» и основной операционной компании ЗАО Фирма ЦВ «ПРОТЕК» на полную сумму выпуска и совокупного купонного дохода. В настоящем отчете мы анализируем финансовое положение эмитента и оцениваем его относительный кредитный риск.

## Сопоставимые эмитенты

Точных аналогов для ПРОТЕКа среди эмитентов рынка облигаций нет. Мы сопоставляем компанию с эмитентами, у которых часть бизнеса напоминает соответствующее направление деятельности ПРОТЕКа:

- **Аптечная сеть 36.6.** Хотя сравнение с этой крупнейшей аптечной сетью кажется наиболее естественным, на наш взгляд, оно не вполне оправданно из-за значительных различий в структуре бизнеса, стратегии и финансовом положении ПРОТЕКа и Аптечной сети 36.6. Тем не менее, такое сравнение подчеркивает риски, обусловленные очень высокими темпами роста количества розничных точек на фармацевтическом рынке.
- **Розничные сети Копейка и Магнит.** Эти компании занимаются как розничной торговлей, так и логистикой. Через четыре распределительных центра Копейки площадью более 70 тыс. кв. м в ее магазины доставляется 96% всех наименований товара, а через пять распределительных центров Магнита площадью 62 тыс. кв. м проходит порядка 60% всех закупок. С нашей точки зрения, несмотря на все операционные различия, допустимо сравнивать эти компании и ПРОТЕК, под управлением которого находится 134 тыс. кв. м складских мощностей.
- **Трейдинговые компании JFC и Санвэй.** Мы включили этих импортеров фруктов в число сопоставимых компаний, поскольку их бизнес-модель связана с логистикой потребительских товаров, требующих специальных условий хранения. Эта технологическая особенность, на наш взгляд, в определенной степени объединяет их с ПРОТЕКом.

Другие компании фармацевтической отрасли и аптечного бизнеса (такие как Отечественные лекарства и Имплюзия) слишком сильно отличаются от ПРОТЕКа по масштабу операций. На наш взгляд, более чем десятикратная разница в выручке создает между ПРОТЕКом и указанными компаниями больше различий, чем сходных черт.

## Сравнение финансовых показателей

Сопоставив ключевые финансовые показатели ПРОТЕКа и компаний, облигации которых мы используем в качестве ориентира для долговых обязательств ПРОТЕКа (табл. 1), мы пришли к следующим выводам:

- Аптечная сеть 36.6 значительно уступает ПРОТЕКу по объему продаж. Ее валовая рентабельность существенно превосходит аналогичный показатель для остальных компаний, но на уровне EBITDA этого преимущества не остается. Мы объясняем такую ситуацию очень агрессивным ростом розничного бизнеса компании: без учета Верофарма рентабельность EBITDA аптечной сети отрицательна. Темпы роста розничной сети ПРОТЕКа в большей степени соответствуют финансовым возможностям компании, в результате чего относительный долг ПРОТЕКа находится на гораздо более консервативном уровне. По нашим оценкам, облигации ПРОТЕКа должны торговаться со спрэдом на 150 б. п. уже спрэда облигаций Аптечной сети 36.6.
- По масштабу операций точным аналогом для ПРОТЕКа является Магнит. У обеих компаний полугодовая выручка превышает USD1 млрд, поэтому их можно отнести к «тяжеловесам» рынка потребительских товаров. При этом ПРОТЕК отличается несколько более высокой рентабельностью как на уровне валовой прибыли, так и на уровне показателя EBITDA. По нашим оценкам, в ближайшие год-полтора преимущество ПРОТЕКа по рентабельности станет более заметным. Долговая нагрузка обеих

компаний также пока выглядит вполне сопоставимо. Тем не менее, следует отметить, что на протяжении текущего года Магнит мог финансировать капиталовложения за счет поступления средств от IPO, тогда как у ПРОТЕКа рост потребностей в оборотном капитале совпал с временным снижением рентабельности. В результате по итогам 2006 г. относительный долг ПРОТЕКа может оказаться выше. В будущем темпы роста Магнита наверняка будут опережать темпы роста ПРОТЕКа. На наш взгляд, справедливый кредитный спрэд облигаций ПРОТЕКа на 50 б. п. шире спреда облигаций Магнита.

Таблица 1. Финансовые показатели сопоставимых компаний

	ПРОТЕК (1 пол. 2006)	Аптечная сеть (1 пол. 2006)	36.6 Магнит (1 пол. 2006)	Копейка (2005)	JFC (1 пол. 2006)	Санвэй (фин. год 2005)
Выручка	1 006	218	1 074	575	196	401
Валовая рентабельность	20.1%	36.2%	17.6%	21.0%	15.6%	14%
ЕБИТДА	59	9	49	35	30	33
Рентабельность ЕБИТДА	5.9%	4.2%	4.5%	6.1%	15.3%	8.2%
Совокупный долг	86	116	85	112	162	140
Долг / ЕБИТДА	0.7	6.3	0.9	3.2	2.7	4.3
Процентные расходы	4	6	7	8	8	12
ЕБИТДА / Процентные расходы	13.7	1.4	7.1	4.2	3.6	2.7

Источник: данные компаний, оценки Ренессанс Капитала

- Копейка очень схожа с ПРОТЕКом по показателям рентабельности, однако уровень ее долга выше, а показатель покрытия процентных платежей – ниже. Кроме того, объем продаж Копейки втрое меньше чем у ПРОТЕКа, а ее ЕБИТДА ниже в четыре раза. Облигации Копейки представляют собой хороший ориентир для оценки рисков ликвидности компании. Размер выпуска облигаций Копейка-2 (4 млрд руб.) более чем вчетверо превосходит ЕБИТДА компании за 2005 г. Копейка, на наш взгляд, будет по-прежнему расти быстыми темпами, и риск ликвидности при погашении облигаций Копейка-2 будет снижаться. В то же время у ПРОТЕКа отношение ЕБИТДА<sub>2005</sub> к размеру планируемого выпуска облигаций гораздо меньше – 1.1, поэтому при прочих равных условиях риски рефинансирования ПРОТЕКа ниже даже без учета будущего роста компании. В то же время следует отметить, что отчетность ПРОТЕКа пока не прошла аудит. С нашей точки зрения, справедливые кредитные спрэды облигаций ПРОТЕКа и Копейки в целом должны совпадать.
- Компании Санвэй и JFC (крупнейшие импортеры фруктов) отличаются более высокой рентабельностью. Степень консолидации в оптовой торговле фруктами гораздо ниже, чем в дистрибуции лекарственных средств, поэтому JFC и Санвэй, вероятно, будет проще расширять бизнес. Спрос на фармацевтические товары относительно неэластичен и не так сильно зависит от располагаемых доходов населения. С другой стороны, ПРОТЕК постепенно увеличивает долю парафармацевтиков в обороте и активно расширяет свой розничный бизнес. В данном случае, однако, мы считаем более важным фактором кредитоспособности размер компании и ее финансовый рычаг, которые выглядят гораздо более консервативно у ПРОТЕКа. Облигации JFC пока не размещены, а относительно облигаций Санвэя справедливый дисконт ПРОТЕКа, на наш взгляд, составляет 150 б. п.

Таким образом, мы приходим к выводу, что на текущий момент справедливый спрэд облигаций ПРОТЕКа к бескупонной кривой ОФЗ составит 325-350 б. п., что соответствует доходности к оферте на уровне 9.17-9.41% годовых. Учитывая дебютный характер, крупный объем и время размещения выпуска, мы не исключаем, что доходность на аукционе может оказаться выше нашей оценки на 30-35 б. п. Рыночная ситуация на момент размещения может измениться, поэтому фактические результаты размещения могут отличаться от наших оценок справедливых уровней доходности.

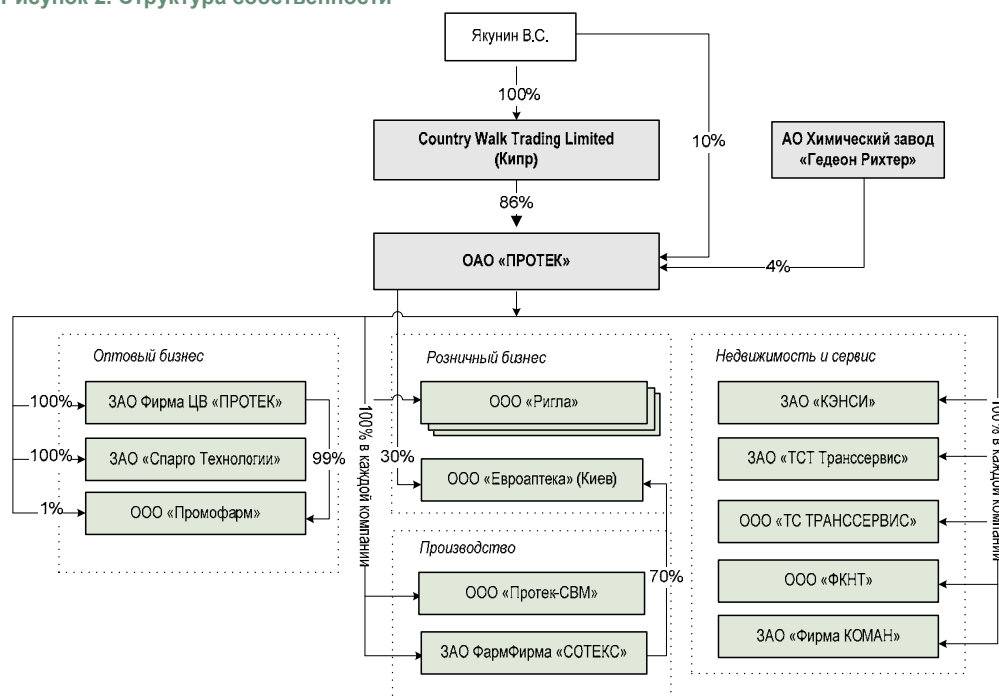
# Юридическая структура

Основным бенефициаром группы ПРОТЕК является ее основатель и председатель совета директоров В. Якунин. Он контролирует группу как через кипрскую холдинговую компанию, так и напрямую. Миноритарная доля принадлежит венгерскому химическому заводу Гедеон Рихтер. Структура группы достаточно проста. Операционные потоки трех сегментов бизнеса сосредоточены в трех группах юридических лиц, где ключевыми организациями являются:

- В сегменте оптовой дистрибуции – ЗАО Фирма ЦВ «ПРОТЕК». Фирма имеет 41 филиал и 31 региональное представительство, которые не являются самостоятельными юридическими лицами. Основной объем операций ПРОТЕКа осуществляется «с одного баланса».
- В сегменте розничной торговли – ООО «Ригла», головная компания одноименной аптечной сети. Розничная торговля осуществляется более чем двумя десятками региональных операторов, которые принадлежат как ООО «Ригла», так и ОАО «ПРОТЕК».
- В производственном сегменте – ООО «Протек-СВМ» (специализируется на поставках сырья и вспомогательных материалов) и ЗАО «ФармФирма СОТЕКС» (занимается непосредственно производством лекарственных препаратов).

Балансодержателями недвижимости и оборудования выступают несколько вспомогательных юридических лиц, также напрямую и полностью принадлежащих ОАО «ПРОТЕК».

Рисунок 2. Структура собственности



Источник: данные компании

Перспектив эмиссии облигаций ПРОТЕКа предусматривает, что поручительство на полный объем выпуска и купонных платежей выдается основной операционной компанией группы ЗАО Фирма ЦВ «ПРОТЕК» и холдинговой компанией ОАО «ПРОТЕК». Поскольку сегмент оптовой торговли остается ключевым для генерации денежных потоков и прибыли компании, а также учитывая наличие многочисленных регулятивных требований, лицензий и долгосрочных контрактов, которые затрудняют перевод контрактов и денежных потоков на иные юридические лица, мы считаем предложенную структуру обеспечения вполне достаточной.

# Операционная модель

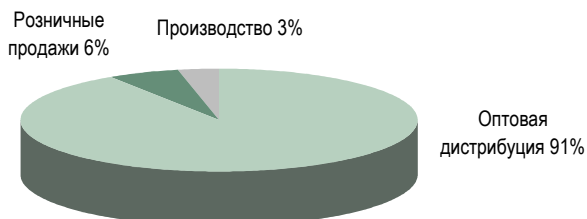
## Бизнес-профиль

В первую очередь мы рассматриваем ПРОТЕК как оптового дистрибутора фармацевтической продукции и сопутствующих товаров. Хотя доля этого сегмента в бизнесе группы постепенно снижается, она по-прежнему составляет более 90% по выручке. На оптовом фармацевтическом рынке ПРОТЕК – крупнейший игрок (рыночная доля по итогам 2005 г. составила 27%). ПРОТЕК также является крупнейшим импортером готовых лекарственных средств (см. краткое описание рынка оптовой торговли фармацевтическими товарами в *Приложении 1*). В структуре продаж ПРОТЕКа на долю коммерческих продаж приходится порядка 80%, 20% составляет реализация в рамках программы ДЛО (*Приложение 2*).

Второе важнейшее направление бизнеса ПРОТЕКа – розничная аптечная сеть Ригла (рыночная доля около 3.1%), занимающая второе место в России по объему продаж после Аптечной сети 36.6. С нашей точки зрения, в будущем розничный сегмент ПРОТЕКа будет расти быстрее оптового, что поможет укрепить вертикальную интеграцию компании. Фармацевтический рынок в сфере розничных продаж пока менее консолидирован чем в сфере оптовой торговли, и ПРОТЕК намерен активно развивать свою сеть аптек, в том числе за счет слияний и поглощений.

Собственное фармацевтическое производство – пока менее значимый с точки зрения выручки сегмент (по итогам 2005 г. продукция собственного производства обеспечила всего 2.1% продаж компании). Тем не менее, это наиболее рентабельное направление бизнеса, и в будущем его роль в генерации свободных денежных потоков компании вырастет.

Рисунок 3. Выручка ПРОТЕКа по сегментам бизнеса (1 пол. 2006)



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Для компании, основной бизнес которой – оптовая торговля, ключевыми факторами конкурентоспособности являются эффективная система закупок, надежные связи с клиентами и отлаженная логистическая цепочка. На наш взгляд, по каждому из этих направлений ПРОТЕК занимает прочные позиции.

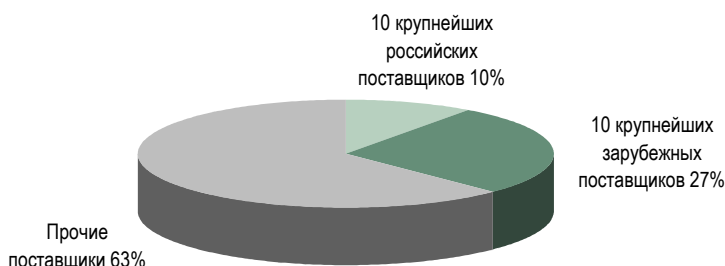
## Закупки

ПРОТЕК закупает продукцию у более чем 1 500 поставщиков, среди которых 98% – непосредственные производители лекарственных средств. Из-за более низкой средней стоимости упаковки российской продукции отечественные поставщики доминируют по численности, но генерируют всего около 20% продаж ПРОТЕКа в денежном выражении. Остальное обеспечивается импортным товаром, из которого 38% составляет прямой импорт, а около 42% – закупки у российских представительств зарубежных фармацевтических компаний. В качестве импортера выступает ключевая операционная компания группы ЗАО Фирма ЦВ «ПРОТЕК», что значительно снижает связанные с импортными операциями риски для держателей облигаций компании.

Специфика фармацевтической продукции заключается в том, что с точки зрения конечного покупателя многие лекарственные средства не имеют заменителей, поэтому для дистрибуторов важно поддерживать относительно постоянную структуру уже существующих закупок. У ПРОТЕКа отношения с большинством поставщиков построены на основании долгосрочных контрактов, в которых объемы поставок фиксируются на год вперед, а ценовые параметры пересматриваются либо раз в год (по импортным контрактам), либо не чаще одного раза в месяц (по внутренним контрактам). Размещение разовых заказов – редкое явление (обычно по ранее не закупавшимся препаратам).

Тем не менее, если по каким-либо причинам коммерческие отношения между ПРОТЕКом и его отдельными поставщиками ухудшатся, у компании будет значительный запас прочности для коррекции своего ассортимента. Мы делаем такой вывод на основании анализа структуры закупок ПРОТЕКА по поставщикам, которая, на наш взгляд, хорошо диверсифицирована. У крупнейшего российского поставщика компании Фармстандарт в 2005 г. ПРОТЕК закупил лишь 2.1% всего товара. Самый крупный по объему поставок зарубежный партнер Гедеон Рихтер, являющийся миноритарным акционером ПРОТЕКА, обеспечил менее 6% закупок группы в денежном выражении.

Рисунок 4. Структура поставщиков (2005 г.)

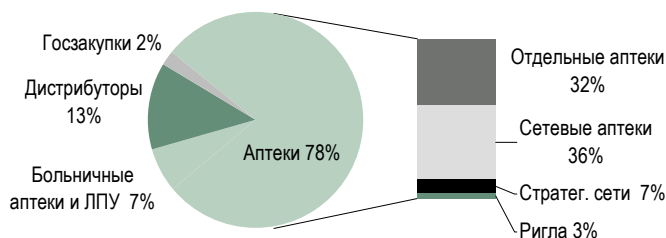


Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

### Продажи

Сильные позиции ПРОТЕКА с точки зрения продаж обеспечиваются широкой филиальной сетью, включающей 41 филиал и 31 представительство в 86 регионах России. Компания успела построить филиальную сеть практически на всей территории России в 1995-1998 гг. Для дальнейшего развития в регионах ПРОТЕК планирует использовать 420 млн руб. из планируемого облигационного займа. На наш взгляд, компания уже прошла стадию наиболее активного развития региональной сети, и в ближайшее время для этого вряд ли потребуются более крупные вложения.

Рисунок 5. Структура продаж ПРОТЕКА (коммерческий сегмент)



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Общее количество клиентов компании – порядка 18000, при этом на долю десяти крупнейших покупателей приходится всего около 8% сбыта. Структура сбыта ПРОТЕКА по типам клиентов очень схожа с общей структурой розничного фармацевтического рынка. Самый большой клиент – собственная сеть Ригла (около 3%), за ней следует Аптечная сеть 36.6 (1.4%). На долю остальных покупателей приходится менее 1% продаж. В представленной на рис. 5 структуре продаж ПРОТЕКА категория «Стратегические аптечные сети» включает в себя наиболее крупных представителей розничного аптечного бизнеса: Аптечная сеть 36.6, Ай Си Эн, Чудо-доктор, Фармакор, Имплотия, Натур-продукт, Доктор Столетов, Старый лекарь. Мы полагаем, что самыми быстрорастущими будут вышеперечисленные сети и Ригла.

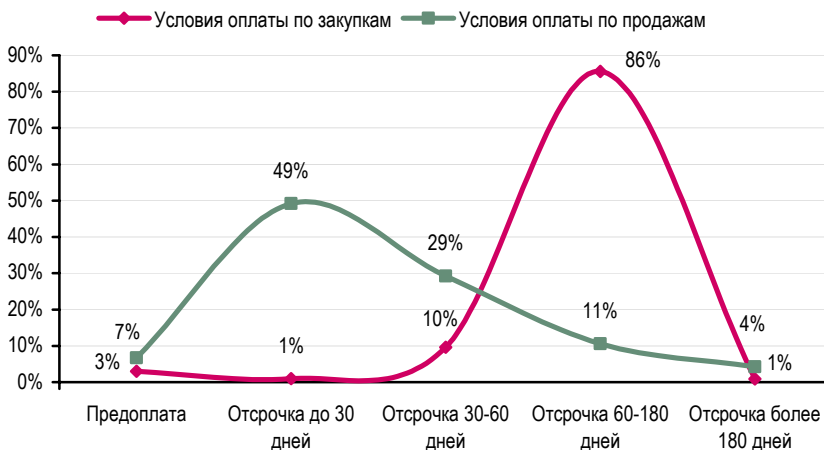


По товарным категориям изменение ассортимента ПРОТЕКа совпадает с общей динамикой рынка. В частности, за счет постепенного снижения доли лекарственных средств увеличивается доля нелекарственных товаров (в том числе биологически-активных добавок, косметики, парафармацевтиков). Тем не менее, 89% продаж по-прежнему представлено лекарственными препаратами.

### Торговое кредитование

Являясь крупнейшим дистрибутором на оптовом рынке фармацевтики, ПРОТЕК получает наиболее выгодные условия товарного кредитования со стороны своих поставщиков. Данные, приведенные на рис. 6, показывают, что компания получает оплату от покупателей за реализованную продукцию гораздо быстрее, чем оплачивает купленный у поставщиков товар. Практика предоплаты обусловлена тем, что ряд поставщиков предлагают скидки к базовой цене товара при более ранней оплате продукции, что вполне устраивает ПРОТЕК, учитывая стоимость его капитала.

Рисунок 6. Условия оплаты поставок, % совокупного объема продаж/закупок



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

### Логистика и информационные системы

На наш взгляд, логистика – важнейший фактор конкурентоспособности для ПРОТЕКа. Это очевидное утверждение, если иметь в виду, что по итогам 2005 г. объем продаж составил 910 млн упаковок лекарственных средств, а текущий ассортимент включает порядка 9000 наименований, из которых большинство требует специальных условий хранения. Особенности логистической модели ПРОТЕКа описаны в информационном меморандуме выпуска облигаций, и мы лишь кратко остановимся на ключевых моментах:

- Таможенное оформление грузов осуществляется на трех терминалах, при этом 70% грузов проходит через собственную структуру ПРОТЕКа – терминал Транссервис.
- В совокупности складские мощности ПРОТЕКа составляют более 130 тыс. кв. м, из которых почти 60% находится в собственности группы. По этим показателям ПРОТЕК является одной из крупнейших логистических компаний страны. На фармацевтических складах необходимо поддерживать специальные условия хранения, что достигается за счет применения высокотехнологичного оборудования и существенно повышает оценку такой недвижимости в пересчете на квадратный метр.
- Доставка товара от поставщиков осуществляется как силами самих поставщиков (порядка 70% поставок), так и силами арендуемого ПРОТЕКом автотранспорта (30% поставок).
- Компания работает на базе ERP-системы Oracle E-Business Suite, запущенной в нескольких функциональных областях на головном предприятии и в семи филиалах, а также использует собственные

разработки для оформления заказов более чем 100 поставщиков и 10000 клиентов компании.

### Последствия пожара

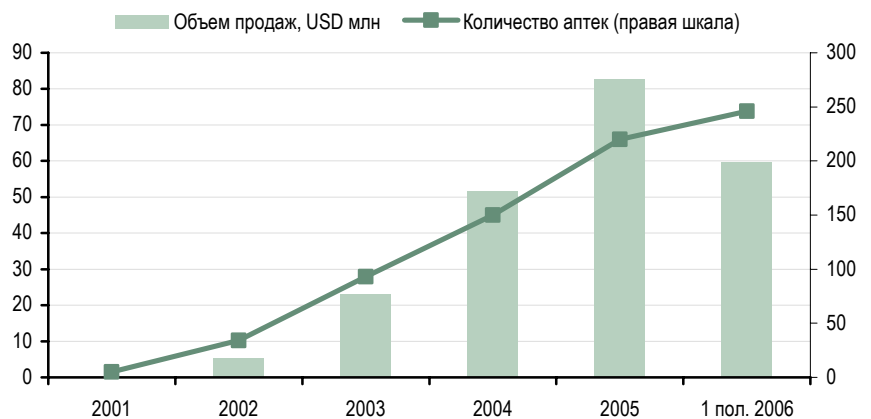
Один из складов ПРОТЕКА общей площадью 22 тыс. кв. м, расположенный на севере Москвы, серьезно пострадал в результате пожара 14 мая 2006 г. Пожар в основном затронул помещения, в которых находилась автоматическая линия по сбору заказов для Москвы и Московской области. Общая площадь повреждений составила 10 тыс. кв. м. Бесперебойные поставки в аптечные учреждения региона были налажены через полторы недели. Товарные потоки были перераспределены между складскими помещениями региональных филиалов. Из-за нарушения логистической цепочки операционная эффективность компании снизилась. По мнению руководства, последствия пожара с технологической точки зрения будут полностью устранены до конца 2006 г. Складской комплекс был полностью застрахован ОСАО «Ингосстрах» на сумму до USD75 млн. В настоящее время проводится работа по оформлению страхового случая и согласованию условий компенсации.

По нашим оценкам, из-за роста коммерческих издержек рентабельность компании в текущем году окажется ниже чем в 2005 г. Тем не менее, мы рассчитываем, что в 2007 г. негативные последствия пожара будут полностью нивелированы.

### Розничная торговля

ПРОТЕК начал развивать аптечную сеть Ригла в 2001 г., и на сегодняшний день в ее состав входит более 400 аптек. Объем продаж за первое полугодие 2006 г. – USD60 млн. Совокупная торговая площадь составляет 33 тыс. кв. м, из которых в собственности ПРОТЕКА находится чуть более одной четверти.

Рисунок 7. Количество аптек и объем продаж сети Ригла



Источник: данные компании, оценки Ренессанс Капитала

Мы считаем, что для ПРОТЕКА быстрое развитие сети Ригла в ближайшие годы будет одной из самых важных задач, учитывая низкий уровень консолидации розничного аптечного рынка. По нашим оценкам, в этом сегменте ПРОТЕК будет демонстрировать как быстрый органический рост, так и значительную активность по слияниям и поглощениям. Учитывая сравнительно низкий уровень затрат на открытие одной аптеки стандартного формата на арендованных площадях (порядка USD110 тыс.), компания сможет выполнить поставленную задачу – довести количество аптек в сети до 1000 к концу 2009 г. без значительного увеличения долгового бремени.



# Финансовый анализ

Для анализа финансового положения ПРОТЕКа мы используем отчетность группы, составленную по американским стандартам. Такая отчетность готовится в компании с 2004 г. при поддержке PriceWaterhouseCoopers. По словам руководства ПРОТЕКа, впервые аудированные показатели будут опубликованы по итогам 2006 г. Хотя доступная на настоящий момент отчетность не проверена аудиторами, в ней уже консолидированы все основные дочерние предприятия группы. Мы полагаемся на эти показатели, учитывая все риски, связанные с использованием управленческой отчетности.

Кроме того, в качестве дополнительного источника информации мы используем отчетность по РСБУ головного операционного подразделения группы и одного из двух поручителей по облигационному займу – ЗАО Фирма ЦВ «ПРОТЕК». Как мы отмечали выше, основные операции компании оформляются через это юридическое лицо, что делает его официальную отчетность частично пригодной для анализа.

## Выручка и рентабельность

На протяжении последних четырех лет совокупная выручка ПРОТЕКа в среднем увеличивалась на 32% в год (CAGR). Структура продаж постепенно изменялась за счет опережающего развития розничного сегмента, у которого из-за низкой стартовой базы средний темп роста превысил 500% в год. Резкое ускорение темпов роста продаж группы в 2005 г. мы связываем с участием компании в программе ДЛО. Благодаря этой программе был создан новый рынок объемом почти USD1.3 млрд в оптовых ценах, а объем выручки ПРОТЕКа за 2005 г. в рамках этой программы превысил USD380 млн. Таким образом, будущие темпы роста компании (в том числе за 2006 г.) должны замедлиться.

Таблица 2. Динамика и структура выручки по сегментам

	2001	2002	2003	2004	2005	1 пол. 2006
Выручка, USD млн	617.8	677.3	933.3	1 222.4	1 862.7	1 006.0
Темпы роста	н/д	10%	38%	31%	52%	н/д
<b>Доли сегментов по выручке</b>						
Оптовая дистрибуция	98.0%	96.3%	95.0%	93.7%	93.6%	90.9%
Розничные продажи	0.0%	0.8%	2.5%	4.1%	4.3%	5.7%
Производство	2.0%	2.9%	2.5%	2.2%	2.1%	3.4%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Валовая рентабельность компании стабильно держится на уровне чуть выше 20%, однако рентабельность EBITDA постоянно колеблется. Отчасти снижение рентабельности в январе-июне 2006 г. обусловлено сезонными факторами (довольно значимыми для фармацевтического рынка, так как до 35% продаж приходится на начало зимнего периода, т. е. на четвертый квартал). Более важным фактором, объясняющим падение рентабельности в начале 2006 г., на наш взгляд, стало снижение эффективности логистической цепочки ПРОТЕКа в результате майского пожара на одном из складов компании и рост коммерческих и управленческих расходов. Менеджмент рассчитывает полностью восстановить технологию дистрибуции и связи с клиентами до конца текущего года. Тем не менее, по итогам второго полугодия рентабельность также окажется на более низком уровне, чем в прошлом году. Однако в 2007 г. рентабельность оптового сегмента бизнеса ПРОТЕКа, с нашей точки зрения, будет расти по мере введения новых мощностей и оптимизации логистики.

Таблица 3. Показатели рентабельности

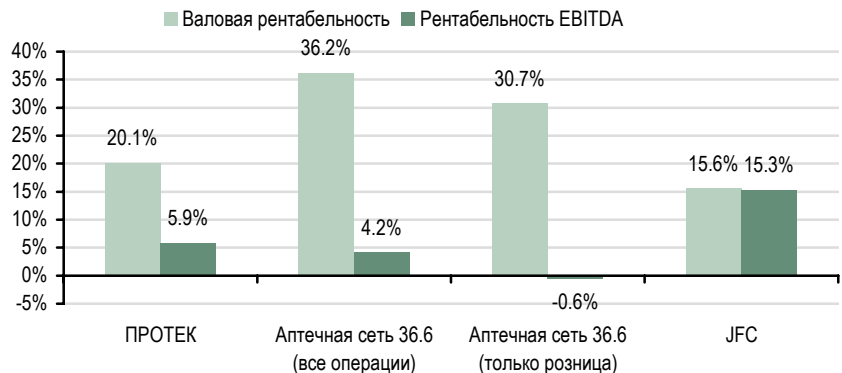
USD млн, если не указано иное	2004	2005	Изменение за год	1 пол. 2006
Выручка	1 222.4	1 862.7	52%	1 006.0
Валовая прибыль	245.6	380.4	55%	202.5
Операционная прибыль	75.9	137.4	81%	45.6
EBITDA	90.3	162.8	80%	58.9
Валовая рентабельность	20.1%	20.4%	+0.3 п. п.	20.1%
Операционная рентабельность	6.2%	7.4%	+1.2 п. п.	4.5%
Рентабельность EBITDA	7.4%	8.7%	+1.4 п. п.	5.9%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Мы не располагаем данными о рентабельности бизнеса компании по сегментам ее бизнеса. Тем не менее, сравнивая рентабельность оптовой торговли фармацевтическими товарами с рентабельностью в других секторах, можно отметить две особенности:

- Валовая рентабельность ПРОТЕКа ниже, чем у лидера розничной торговли фармацевтическими товарами – Аптечной сети 36.6. Мы связываем это с высокой степенью консолидации оптового фармацевтического рынка и, соответственно, со значительной конкуренцией между основными игроками. Сравнительно низкая валовая рентабельность компании в текущий момент является хорошим дополнительным стимулом для продвижения в розничный сегмент. Мы ожидаем постепенного роста валовой рентабельности ПРОТЕКа по мере увеличения доли розничных продаж в структуре его выручки. Влияние на рентабельность EBITDA будет зависеть от темпов открытия новых магазинов – слишком агрессивная экспансия может вызвать ощутимое снижение EBITDA из-за роста управленческих расходов (как у Аптечной сети 36.6).
- В сравнении с оптовой торговлей фруктами валовая рентабельность ПРОТЕКа несколько выше (мы используем данные JFC, крупнейшего импортера фруктов), а рентабельность EBITDA – ниже. На наш взгляд, это обусловлено тем, что логистика фармацевтических товаров более технологична чем логистика фруктов и, соответственно, связана с более высокими издержками.

Рисунок 8. Рентабельность сопоставимых компаний (1 пол. 2006)



Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

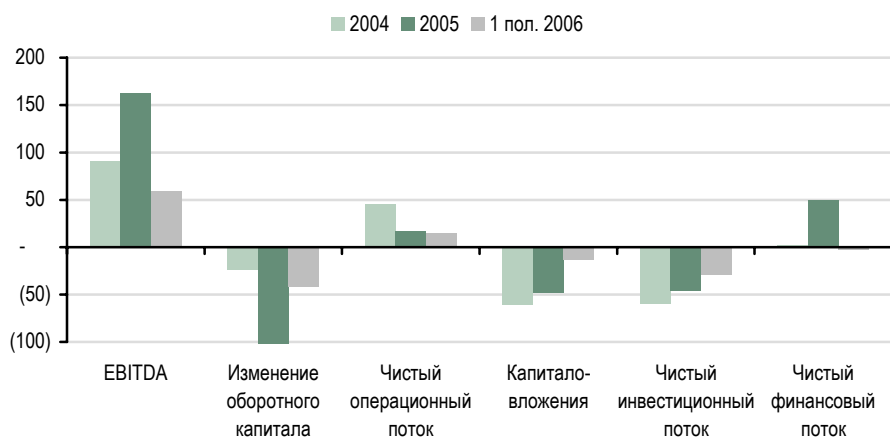
### Денежные потоки и капиталовложения

При анализе денежных потоков ПРОТЕКа обращает на себя внимание отрицательный денежный эффект от изменения оборотного капитала в период с 2004 г. по первое полугодие 2006 г. Хотя ПРОТЕК может рассчитывать на очень хорошие условия товарного кредитования от поставщиков и предоставлять довольно короткий период товарного кредитования своим покупателям, за прошлый год более USD100 млн денежных средств было израсходовано на пополнение оборотного капитала.

Судя по отчетности группы, такая ситуация объясняется главным образом ростом товарных запасов. Несмотря на быстрый рост сети Ригла, мы не думаем, что формирование запасов в собственной рознице могло быть столь масштабным. Скорее всего, в конце 2004 г. и на протяжении 2005 г. рост запасов мог быть связан с участием ПРОТЕКа в программе ДЛО (в первом полугодии текущего года ПРОТЕК стал уполномоченным дистрибутором по ДЛО еще в четырех регионах). Рост запасов мог также быть обусловлен последствиями пожара.

Кроме того, в отчетности компании после пожара отражена дебиторская задолженность страховщика, поэтому масштаб роста дебиторской задолженности, связанной с оттоком денежных средств, преувеличен.

Рисунок 9. Денежные потоки, USD млн



Источники: данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

Если динамика оборотного капитала станет более предсказуемой, ПРОТЕК должен быть в состоянии финансировать свои капиталовложения без привлечения средств на рынках капитала. Такой сценарий, безусловно, предполагает сохранение капитальных расходов на прежнем уровне. На наш взгляд, компания может обойтись без заемных средств, осуществляя свои планы по увеличению складских мощностей и развитию сети Ригла.

#### Долговая политика

ПРОТЕК – компания с низким уровнем финансового долга, и мы оцениваем ее финансовую политику как достаточно консервативную. Судя по основным коэффициентам долговой нагрузки (табл. 4), покрытие финансового долга и процентных платежей показателем EBITDA находится на довольно хороших уровнях.

По состоянию на конец первого полугодия 2006 г. совокупный объем привлеченных компанией кредитов составлял USD86 млн (рост с начала года на 4%). Крупнейший кредитор ПРОТЕКа – Сбербанк, на который приходится половина всего долга компании. Вся задолженность Сбербанку обеспечена залогом товара в обороте. На долю краткосрочного долга приходится около двух третей совокупной задолженности. По валютной структуре долга порядка 60% приходится на рублевые заимствования.

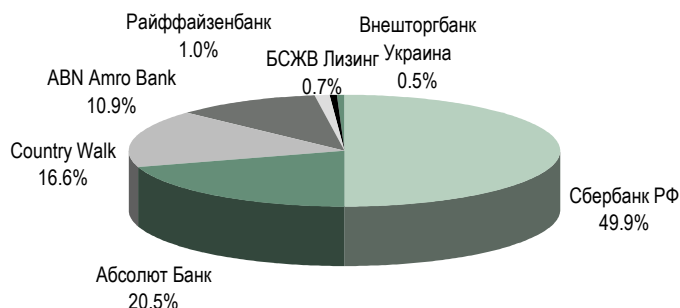
Таблица 4. Основные показатели долговой нагрузки

USD млн, если не указано иное	2004	2005	Изменение	1 пол. 2006	Изменение
Краткосрочный долг	12.8	66.5	421%	59	-11%
Долгосрочный долг	13.3	16.6	25%	27	63%
Доля краткосрочного долга	49%	80%	н/д	69%	н/д
Совокупный долг	26.1	83.1	218%	86	4%
Совокупный долг/EBITDA	0.29	0.51	н/д	0.73	н/д
Валовые процентные расходы	2.8	6.2	121%	4.3	н/д
EBITDA/Валовые процентные расходы	32.3	26.3	н/д	13.7	н/д

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

В первом полугодии 2006 г. показатель чистых процентных расходов стал отрицательным из-за увеличения объема выданных ПРОТЕКом займов. По информации компании, такие займы связаны с приобретением недвижимости. Подобная практика, когда права собственности на недвижимое имущество регистрируются позже фактической оплаты покупки, довольно широко распространена.

Рисунок 10. Структура финансового долга (1 пол. 2006)



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Менеджмент предполагает, что порядка 10% размещаемого облигационного займа будет направлено на рефинансирование существующей задолженности. По прогнозу компании, коэффициент Долг/ЕВITDA в 2006 г. составит примерно 2.2x. На наш взгляд, подобный уровень долговой нагрузки для компании оптовой торговли является достаточно консервативным.

#### Отчетность по РСБУ

Поскольку отчетность группы по американским стандартам учета пока не прошла аудит, мы приводим основные показатели по РСБУ головной операционной компании группы – ЗАО Фирма ЦВ «ПРОТЕК». Мы учитываем только показатели из отчета о прибыли и убытках (выручка и прибыль), поскольку анализировать показатели баланса (в первую очередь долг) по неконсолидированной отчетности невозможно. Принимая во внимание особенности методологии учета по РСБУ и по американским стандартам, а также несмотря на отсутствие консолидации в официальной российской отчетности, расхождения между управленческой отчетностью и данными РСБУ не кажутся значительными.

Таблица 5. Основные показатели отчета о прибыли и убытках (РСБУ)

USD млн, если не указано иное	2003	2004	2005	1 пол. 2006
Выручка	889.1	1 136.8	1 673.8	981.3
Валовая прибыль	162.4	199.8	286.0	164.4
Прибыль от продаж	29.2	37.9	70.0	34.8
Прибыль до налогообложения	16.3	43.1	129.3	64.1
Текущий налог на прибыль	4.2	12.3	34.6	15.5
Валовая рентабельность	18.3%	17.6%	17.1%	16.8%
Рентабельность продаж	3.3%	3.3%	4.2%	3.5%

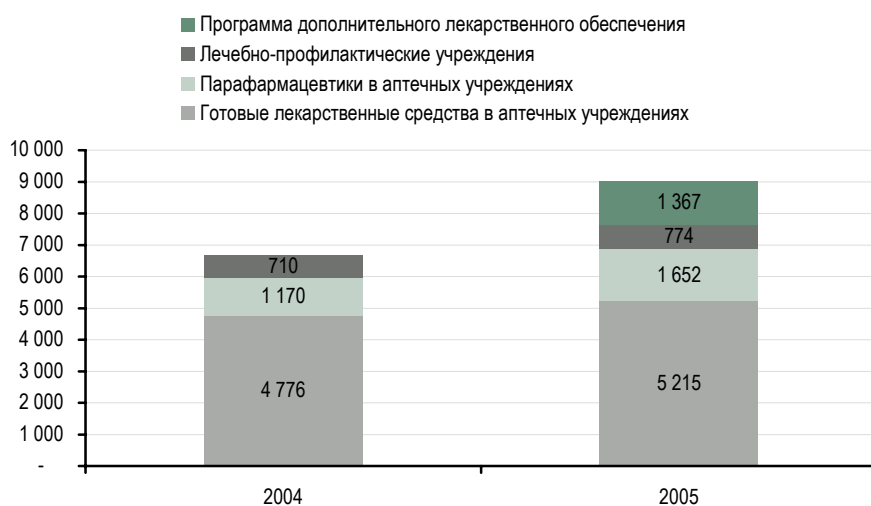
Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

# Приложение 1.

## Фармацевтический рынок

По итогам 2005 г. объем рынка фармацевтической продукции в России (в розничных ценах с учетом НДС) составил порядка USD9 млрд. Локомотивом роста стала программа ДЛО, без учета которой рынок вырос всего на 15%. В структуре продаж быстрее всего растет доля парафармацевтиков (косметики, биологически активных добавок и т. д.), в то время как объем приобретаемых аптеками и лечебно-профилактическими учреждениями лекарственных средств увеличился в долларовом выражении всего на 9%. Такая динамика отражает сравнительно низкую эластичность спроса на лекарства (предмет первой необходимости, возможности замещения ограничены) и гораздо более высокую эластичность спроса на парафармацевтики. Российский фармацевтический рынок в натуральном выражении состоит на 69% из отечественных товаров и на 31% – из импортных, однако в стоимостном выражении отечественная продукция занимает лишь 25%.

Рисунок 11. Структура рынка фармацевтической продукции в розничных ценах, USD млн

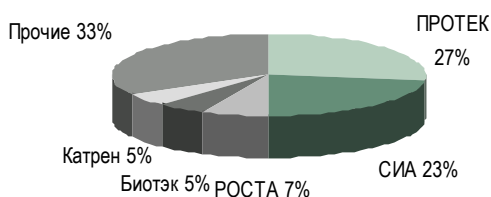


Источник: DSM Group

Реализация лекарственных средств является лицензируемым видом деятельности и подразумевает выполнение многочисленных требований к контролю качества и технологическим процессам. Помимо лицензирования региональные и местные государственные органы имеют полномочия устанавливать максимальные оптовые и розничные наценки на лекарственные средства. Для медикаментов установлена пониженная ставка НДС – 10% вместо 18%.

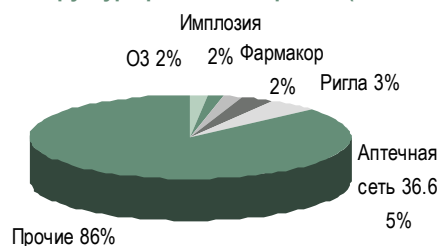
Сегменты фармацевтического рынка на сегодняшний день отличаются разными уровнями консолидации. В оптовом сегменте пять крупнейших операторов занимают 67% рынка, а в розничном секторе аналогичный показатель составляет только 14%.

Рисунок 12. Структура оптового рынка (2005)



Источник: DSM Group

Рисунок 13. Структура розничного рынка (1 пол. 2006)



Источник: DSM Group

## Приложение 2. Программа ДЛО: возможности и риски

Программа дополнительного лекарственного обеспечения (ДЛО) была запущена с 2005 г., когда правительство начало эксперимент по монетизации льгот. В прошлом году на программу ДЛО из федерального бюджета было выделено 50.8 млрд руб. Для дистрибуторов участие в программе ДЛО – скорее значительные инвестиции в будущее, чем получение мгновенного дохода. Перед дистрибутором первого уровня стоят серьезные задачи по наладке необходимой логистической инфраструктуры для обеспечения функционирования программы (в частности, ПРОТЕК финансировал приобретение и установку в аптеках компьютерной техники, что было связано со значительными материальными расходами).

Как уполномоченный дистрибутор первого уровня ПРОТЕК отвечает за поставки в Центральный и Северо-Западный федеральные округа (за исключением Москвы и Санкт-Петербурга). Компания обслуживает 32% граждан, имеющих право на получение ДЛО. В Санкт-Петербурге ПРОТЕК лишился статуса уполномоченного дистрибутора летом 2005 г. по независящим от компании причинам. В 2006 г. ПРОТЕК стал ответственным дистрибутором еще в четырех регионах Сибири и Урала.

В рамках программы ДЛО дистрибутор выполняет функции распределительного центра. Обобщенная схема движения товарно-денежных потоков выглядит следующим образом:

- Дистрибутор закупает лекарства у производителя на условиях товарного кредита.
- Лекарства доставляются в уполномоченные аптеки и выдаются по рецептам льготным категориям граждан. Дистрибутор должен оплачивать аптекам их услуги по факту передачи лекарств, не дожидаясь бюджетной компенсации, несмотря на риск того, что рецепт не будет акцептован Фондом обязательного медицинского страхования (ФОМС).
- Дистрибутор консолидирует рецепты, по которым происходила выдача товара, и выставляет счета территориальному отделению ФОМС.
- После акцепта рецептов ФОМС переводит бюджетные средства дистрибутору. Предполагается, что расчеты должны происходить в течение шести месяцев после поставки товара дистрибутору.
- Дистрибутор после получения средств производит расчеты с производителями.

К началу 2006 г. 46% граждан, относящихся к льготным категориям, отказались от участия в программе в пользу получения денежной компенсации. Соответственно, бюджетное финансирование программы на 2006 г. было сокращено до чуть более 29 млрд руб. Однако, как показала практика, при составлении бюджета на 2006 г. не были учтены структурные изменения в составе тех льготников, которые по-прежнему пользуются программой ДЛО, так как спрос на лекарственные средства со стороны оставшихся участников программы в среднем выше, чем у избравших денежную компенсацию. В результате бюджетные средства, выделенные на программу в 2006 г., фактически были израсходованы к концу июля. Тем не менее, реализация программы продолжается.

Хотя формально ПРОТЕК не обязан компенсировать производителям задержки в оплате поставленного по ДЛО товара, для поддержания нормальных коммерческих отношений (в том числе для работы за рамками ДЛО) компания вынуждена финансировать производителей лекарственных средств. Из-за недостатка информации мы затрудняемся определить масштаб связанных с таким финансированием рисков и дополнительных потребностей в оборотном капитале, которые могут возникнуть у ПРОТЕКа до момента оплаты государством счетов, акцептованных в текущем году.

# Приложение 3.

## Отчетность ПРОТЕКа по американским стандартам учета

### Баланс по данным управленческой отчетности, USD тыс. (американские стандарты учета)

	2003	2004	2005	1 пол. 2006
<b>АКТИВЫ</b>				
Текущие активы, в том числе:	362 708	455 283	741 235	983 692
Денежные средства и их эквиваленты	31 378	17 831	38 975	25 088
Краткосрочные финансовые вложения	-	3 899	1 804	9 505
Дебиторская задолженность	99 858	131 591	248 452	406 991
Запасы	202 651	260 302	374 125	487 501
НДС и прочие налоги к возмещению из бюджета	21 752	36 496	54 480	36 477
Расходы будущих периодов	-	803	1 856	2 828
Авансы выданные и прочие текущие активы	-	294	2 482	4 631
Актив по отложенным налогам	4 421	4 067	19 061	10 671
Прочие текущие активы	2 648	-	-	-
Долгосрочные активы, в том числе:	56 876	111 148	147 982	168 549
Основные средства и НМА, нетто	55 507	102 036	132 527	146 217
Деловая репутация	1 369	2 034	6 847	7 278
Долгосрочные финансовые вложения	-	4 413	4 656	13 967
Актив по отложенным налогам	-	2 665	3 952	1 087
<b>Итого активы</b>	<b>419 584</b>	<b>566 431</b>	<b>889 216</b>	<b>1 152 241</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ</b>				
Краткосрочные обязательства, в том числе:	345 798	423 995	654 330	847 958
Кредиторская задолженность	307 143	388 761	537 848	766 890
Авансы полученные	42	131	1 594	829
Краткосрочные заемные средства	24 210	12 778	66 510	59 093
Кредиторская задолженность по расчетам с бюджетом	14 128	21 060	24 181	5 459
Начисленные обязательства	233	325	5 390	6 377
Обязательства по отложенным налогам	42	940	18 806	9 310
Долгосрочные обязательства, в том числе:	839	13 874	17 732	31 600
Задолженность по кредитам и займам	-	13 345	16 615	27 109
Прочая задолженность	-	-	64	2 731
Обязательства по отложенным налогам	839	529	1 053	1 760
<b>Итого обязательства</b>	<b>346 637</b>	<b>437 869</b>	<b>672 062</b>	<b>879 557</b>
Акционерный капитал, в том числе:	73 091	128 674	217 154	272 684
Акционерный капитал	126	126	126	148
Нераспределенная прибыль	72 965	128 548	217 028	272 536
Доля миноритарных акционеров	(145)	(112)	-	-
<b>Итого обязательства и акционерный капитал</b>	<b>419 584</b>	<b>566 431</b>	<b>889 216</b>	<b>1 152 241</b>

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

### Отчет о прибыли и убытках по данным управленческой отчетности, USD тыс. (американские стандарты учета)

	2004	2005	1 пол. 2006
Выручка от реализации	1 222 389	1 862 726	1 005 965
Себестоимость реализованной продукции	-976 837	-1 482 321	-803 437
Валовая прибыль	245 552	380 405	202 528
Расходы на маркетинг и дистрибуцию	-82 113	-152 318	-91 226
Общехозяйственные и административные расходы	-82 548	-102 301	-68 685
Прочие операционные доходы и расходы	-5 029	11 602	3 026
Операционная прибыль	75 863	137 390	45 643
Финансовые доходы и расходы, нетто	-7 429	-6 726	10 385
Прочие доходы и расходы	0	2 163	1 236
Налог на прибыль	-12 799	-37 241	-16 196
Результаты чрезвычайных обстоятельств	-18	-	-
Доля миноритарных акционеров	-33	-	-
Чистая прибыль	55 583	95 586	41 068

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала



## Отчет о движении денежных средств по данным управленческой отчетности, USD тыс. (американские стандарты учета)

	2004	2005	1 пол. 2006
Чистая прибыль до начисления дивидендов	55 583	95 586	41 068
Изменение отложенного налога	(1 724)	2 108	2 613
Начисление обязательств миноритарным акционерам	33	(3 952)	-
Износ	13 040	12 736	7 393
Увеличение/(уменьшение) резерва под обесценение запасов	776	2 608	3 830
Увеличение/ (уменьшение) резерва под возврат продукции и скидки	(924)	1 211	1 374
Увеличение/(уменьшение) резерва по сомнительной задолженности	1 578	8 832	668
Убыток/(прибыль) от выбытия основных средств	-	-	-
Изменение операционных активов и обязательств			
(Увеличение)/уменьшение дебиторской задолженности	(32 388)	(126 903)	(142 162)
(Увеличение)/уменьшение дебиторской задолженности по расчетам с бюджетом	(14 744)	(17 984)	21 012
(Увеличение)/уменьшение товарно-материальных запасов	(58 427)	(116 432)	(91 916)
(Увеличение)/уменьшение прочих активов	(6 761)	(3 241)	(2 792)
Увеличение/(уменьшение) кредиторской задолженности	81 618	149 087	191 396
Увеличение/(уменьшение) авансов полученных от покупателей	89	1 463	(849)
Увеличение/(уменьшение) начисленных обязательств	92	5 065	635
Увеличение/(уменьшение) задолженности перед бюджетом	6 932	7 185	(19 848)
Увеличение/(уменьшение) прочей задолженности		64	2 609
<b>ОПЕРАЦИОННЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>44 775</b>	<b>17 434</b>	<b>15 031</b>
Капитальные вложения	(60 475)	(48 040)	(12 642)
Поступления от реализации основных средств	240		-
Изменение суммы выданных займов сторонним организациям		1 852	(16 281)
<b>ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>(60 235)</b>	<b>(46 189)</b>	<b>(28 923)</b>
Поступление/(выплаты) от краткосрочных заемных средств, нетто	1 912	57 001	(2 111)
Трансляционная разница		(7 106)	(17)
<b>ФИНАНСОВЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>1 912</b>	<b>49 895</b>	<b>(2 128)</b>
Чистое увеличение денежных средств	(13 547)	21 141	(16 020)
Денежные средства и их эквиваленты на начало года	31 378	17 831	40 618
Денежные средства и их эквиваленты на конец года	17 832	38 972	24 599

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

# Раскрытие информации

## Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

**Ренессанс Капитал**  
125009, Москва  
Вознесенский переулок, 22  
Тел.: + 7 (495) 258 7777  
Факс: + 7 (495) 258 7778  
[www.rencap.com](http://www.rencap.com)

## Аналитическое управление

### Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш  
+ 7 (495) 258 7916  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)

### Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)

### Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
[Nzagvozдина@rencap.com](mailto:Nzagvozдина@rencap.com)

### Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев  
+ 7 (495) 258 7946  
[Amoisseev@rencap.com](mailto:Amoisseev@rencap.com)

#### Аналитики

##### Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл  
[Dnangle@rencap.com](mailto:Dnangle@rencap.com)  
Светлана Ковальская

##### Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова  
[Malexeenkova@rencap.com](mailto:Malexeenkova@rencap.com)

##### Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина  
[Nzagvozдина@rencap.com](mailto:Nzagvozдина@rencap.com)  
Алексей Языков  
Иван Николаев

##### Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)  
Тим Брэнтон

##### Отдел анализа долговых обязательств + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев  
[Amoisseev@rencap.com](mailto:Amoisseev@rencap.com)  
Павел Мамай  
Николай Подгузов  
Дмитрий Поляков  
Петр Гришин  
Наргиз Садыхова  
Валентина Крылова  
Олеся Черданцева

##### Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс  
[Redwards@rencap.com](mailto:Redwards@rencap.com)  
Юрий Власов

##### Нефть и газ + 44 (20) 7367 7741

Адам Ландес  
[Alandes@rencap.com](mailto:Alandes@rencap.com)  
Елена Савчик  
Роман Елагин

##### Экономика и политика + 7 (495) 258 7930

Владимир Пантюшин  
[Vpantuyushin@rencap.com](mailto:Vpantuyushin@rencap.com)

##### Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги  
[Akazbegi@rencap.com](mailto:Akazbegi@rencap.com)  
Анна Куприянова

##### Украинский рынок акций, стратегия + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева  
[Kmalofeeva@rencap.com](mailto:Kmalofeeva@rencap.com)  
Файг Байрамов  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голеева

##### Электроэнергетика + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)  
Ирина Елиневская

##### Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463  
Ричард Уоллас  
[Rwallace@rencap.com](mailto:Rwallace@rencap.com)  
Ирина Черная

##### Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Юлия Попова  
[Jpopova@rencap.com](mailto:Jpopova@rencap.com)

##### Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906  
Ованес Оганисян  
[Ooganisian@rencap.com](mailto:Ooganisian@rencap.com)  
Александр Фомичев  
Евгений Кудрин

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман  
[Awaldman@rencap.com](mailto:Awaldman@rencap.com)  
Патриция Сомервиль  
Джулия Белл

##### Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова  
[Emalakhova@rencap.com](mailto:Emalakhova@rencap.com)  
Оксана Бутурлина  
Станислав Захаров  
Мария Дунаева  
Анна Ковтун

© 2006 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100