



# Российские корпоративные облигации

26 декабря 2006 г.

Специальный обзор

## Протек и ДЛО: мифы и реальность

### Что случилось?

- Чуть больше месяца назад по обвинению в нецелевом использовании бюджетных средств Генпрокуратура задержала ряд руководителей Федерального Фонда Обязательного Медицинского Страхования (ФОМС). Многие журналисты поспешно связали эти события с реализацией программы ДЛО, хотя от представителей госорганов (Счетная Палата, Генпрокуратура и т.д.) таких комментариев не поступало. Само по себе событие – арест практически всего руководства государственного органа выглядит крайне «сенсационным», поэтому эта тема стала одной из главных новостей на длительный срок.
- В первой декаде декабря Федеральный ФОМС и его региональные структуры подвели итоги конкурсов по программе ДЛО и распределили между дистрибьюторами заказы на поставку лекарств на следующий год. Совпадение во времени арестов в руководстве ФОМС и конкурсов по ДЛО многие СМИ интерпретировали как звенья одной цепи, утверждая, что аресты связаны исключительно с злоупотреблениями при реализации программы ДЛО. Некоторые СМИ писали об обысках в Протеке и санкциях в отношении руководства компании, хотя эта информация не соответствует действительности.
- По итогам конкурсов Протек остается одним из трех крупнейших участников программы ДЛО с оценочной долей около 20% в бюджете ДЛО на следующий год. Доля Протека в программе ДЛО на 2007 г. окажется несколько ниже, чем 27% в 2006 г. Однако этот факт отнюдь не означает ухудшения позиций компании. Так, от большинства «потерянных» регионов компания отказалась сознательно, посчитав предложенные условия экономически невыгодными. Результаты другой части конкурсов компания оспорила и получила поддержку своей позиции со стороны ФАС. В любом случае, Протек остается одним из 3 лидеров рынка, доля каждого из которых в ДЛО на 2007 год составит, по прогнозам отраслевых аналитиков, около 20%.

### Кредитное качество облигаций не пострадало

- Скандалы вокруг Федерального фонда обязательного медицинского страхования и публикация результатов конкурсов по ДЛО на 2007 год совпали во времени с выходом облигаций Протека на вторичные торги. В связи с неадекватным освещением происходящих событий в ряде СМИ, бумаги Протека сильно упали в цене. На наш взгляд, такая ситуация обоснована в основном «психологическими» причинами, т.к. происходящие события не наносят существенного ущерба кредитному качеству Протека.
- Мы обращаем внимание на тот факт, что существенных продаж в облигациях Протека не было: все падение цены до текущих уровней в 97.50-98.00% происходило при очень небольших объемах операций. По нашему мнению, основная часть некрупных инвесторов, испуганных новостями, уже продали свои бумаги. На наш взгляд, текущая доходность облигаций Протека (около 10.10% к 3-летней оферте) является хорошим поводом для покупки.
- Исходя из оценки «справедливого» спреда в 300 б.п. к ОФЗ, мы считаем уровень 99.50% от номинала адекватной ценой для бумаг Протека при текущей конъюнктуре рынка.

## Комментарии компании

*Выемки в Протеке не производились, никаких санкций в адрес компании или сотрудников не было*

Группа Протек неоднократно сообщала о том, что информация относительно обысков, выемок документов и каких-либо иных санкций является вымышленной. По сообщениям руководства Протека, в ходе проверок компании никаких выемок документов не производилось, и тем более никому из сотрудников компании не предъявлялись никакие обвинения. Таким образом, основной «фактор страха», вызывавший нервную реакцию инвесторов, оказывается несостоятельным.

*Уменьшение регионов в карте ДЛО – осознанный выбор Протека*

Существенное уменьшение доли Протека в программе ДЛО в 2007 г. по сравнению с 2006 г. связано с осознанным решением компании отказаться от участия в «региональных» конкурсах по ДЛО по ряду округов. Руководство компании объясняет это решение тем, что в ряде регионов существенно изменились экономические параметры участия в программе: например, была существенно увеличена комиссия, которую дистрибьюторы платят аптекам. Соответственно, маржа в сегменте ДЛО оказалась бы для Протека непривлекательной по сравнению с коммерческой дистрибуцией. Поэтому компания сочла участие в ДЛО в этих регионах нецелесообразным и приняла решение перераспределить часть ресурсов в пользу коммерческой дистрибуции.

*Компания сохранила за собой ключевые регионы Центра*

По итогам региональных конкурсов компания сохранила за собой наиболее густонаселенные регионы Центрального федерального округа. На территориях, которые Протек «потерял» по итогам региональных конкурсов, проживает не более 30% от общего числа участников программы, которых компания обслуживала в 2006 году.

*ФАС поддержала претензии Протека по «продуктовым» конкурсам*

По результатам т.н. «продуктовых» конкурсов, в рамках которых поставляются дорогостоящие лекарства, доля Протека оказалась ниже ожидаемой. По мнению компании, часть конкурсов была проведена с существенными нарушениями федерального законодательства, поэтому Протек оспорил их результаты. Позиция Протека была подтверждена Федеральной антимонопольной службой, которая предписала ФОМС отменить итоги продуктовых конкурсов и провести новые.

*Уменьшение доли ДЛО в операциях компании позволит повысить оборачиваемость...*

В настоящий момент Протек дорабатывает бюджетный план на следующий год с учетом изменений, произошедших по результатам конкурсов по ДЛО. Основная позиция компании состоит в том, что принципиальных изменений финансовых показателей не произойдет. Уменьшение выручки по программе ДЛО компания планирует компенсировать ростом операций в коммерческом сегменте. В результате компания рассчитывает сэкономить на операционных расходах, снизить потребность в оборотном капитале и увеличить скорость оборота дебиторской задолженности.

*... но не приведет к снижению выручки и прибыли*

В соответствии с новым бюджетным планом, выручка Протека от участия в программе ДЛО на 2007 г. составит \$270 млн (против изначально запланированных \$639 млн). Уменьшение выручки по ДЛО на \$370 млн компания планирует компенсировать ростом выручки по коммерческой дистрибуции. Таким образом, общий прогноз по выручке всей группы Протек с учетом производственного и розничного направлений остается без изменений (\$3.1 млрд). Небольшую потерю по марже (около \$15 млн) из-за разницы в рентабельности сегментов, компания планирует покрыть за счет уменьшения операционных расходов:

- сокращение персонала, в т.ч. задействованного в ДЛО в регионах;
- экономия на оптимизации транспортных маршрутов и сокращении числа перегрузок продукции.



## ДЛО-2007: что нового?

**ДЛО-2007: есть ряд существенных экономических изменений**

Значительная часть вопросов к Протеку концентрируется вокруг участия компании в программе ДЛО. Поэтому в данном разделе мы приведем основные сведения об изменениях в схеме проведения конкурсов и в экономических параметрах программы на 2007 год с точки зрения дистрибьютора. Наши выводы основываются на данных, предоставленных компанией, а также на публичных материалах по конкурсам ДЛО, размещенным на официальном правительственном сайте <http://www.zakupki.gov.ru/>.

**Разделение на 2 группы конкурсов: региональные и продуктовые**

Основным отличием конкурсов на 2007 г. от ДЛО-2006 стало разделение их на 2 группы:

- *нозологические или т.н. «продуктовые» конкурсы*, в рамках которых реализуются дорогостоящие лекарства для больных диабетом, рассеянным склерозом, опухолевыми заболеваниями, гемофилией. По каждой группе болезней проводился конкурс на поставку лекарств в один из 7 Федеральных округов;
- *«региональные» конкурсы*, в рамках которых реализуются все остальные лекарственные средства, не вошедшие в «продуктовые» конкурсы; проводятся не по Федеральным округам, а по отдельным субъектам РФ.

Эта схема кардинально отличается от конкурсов на 2006 г., когда все лекарства распределялись по региональным конкурсам, без выделения продуктовых групп.

**Протек сохранил за собой ключевые регионы Центра России**

По региональным конкурсам Протек сохранил за собой «традиционные» регионы центральной России. Основные регионы на карте ДЛО-2007, которые Протек «потерял», находятся в Сибири и на Дальнем Востоке. По данным Протека, одной из основных причин отказа от участия в ДЛО-2007 в этих регионах стало существенное изменение экономических условий для всех дистрибьюторов, в первую очередь – увеличение «аптечной наценки».

**На Дальнем Востоке и в Сибири слишком сильно увеличилась «аптечная» наценка**

При реализации лекарств в рамках ДЛО дистрибьюторы помимо своих расходов на логистику, сертификацию, таможенное оформление, также оплачивают услуги аптек, через которые лекарства попадают к конечным потребителям. За эту услугу аптеки получают плату в виде определенной наценки. Руководители Протека сообщили, что аптечная наценка в ряде регионов Сибири и Дальнего Востока увеличилась до 14% в 2007 г. с 6-7% в 2006 году. При этом валовая рентабельность по ДЛО, регулируемая государством осталась на прежнем уровне. Таким образом, всю прибыль от участия в ДЛО компания была бы вынуждена уступить аптекам, и работать с нулевой маржой.

**Отказ от части регионов по ДЛО является экономически обоснованным**

Несмотря на то, что каждая аптека, работающая по программе ДЛО, является отдельным субъектом, по мнению Протека, в синхронном повышении запрашиваемой аптечной маржи можно увидеть элементы согласованных действий. В сложившейся ситуации решение отказаться от участия в ДЛО на невыгодных условиях представляется нам вполне целесообразным и обоснованным.

**Потери Протека в численности населения: всего около 30%**

В 13 регионах, «выпавших» из карты ДЛО Протека на 2007 год проживает около 30% граждан, которых Протек обслуживал в 2006 году. В итоге, несмотря на существенное уменьшение числа регионов, потери в выручке не должны быть значительными.

**Выход из отдаленных регионов позволит сэкономить на логистике**

В отказе Протека от участия в конкурсах по Сибирским и Дальневосточным регионам есть еще одна экономическая причина: более высокие транспортные издержки. Дело в том, что основную часть продукции компания доставляет со складских комплексов в Подмосковье. Соответственно, для доставки лекарств в удаленные от Центра регионы приходится несколько раз перегружать продукцию и использовать промежуточные депо-склады.

**Текущий фокус Протека – регионы Центральной России**

Новая география присутствия Протека в программе ДЛО построена таким образом, чтобы обеспечивать лекарствами регионы Центрального федерального округа. Все поставки в рамках ДЛО по центральным регионам будут осуществляться с единого складского



комплекса ТСТ-1, расположенного в Подмосковье. Таким образом Протек планирует оптимизировать логистику за счет отсутствия перегрузок продукции и добиться существенного снижения операционных издержек. В 2006 г. высокие логистические издержки по отдаленным регионам покрывались высокой маржой по лекарственным группам, выведенным в 2007 г. в продуктовые конкурсы.

| Регионы, обслуживаемые Протеком в рамках программы ДЛО | 2006 год                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 2007 год                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|--------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>Московская область и г. Байконур</li> <li>Брянская область</li> <li>Рязанская область</li> <li>Тверская область</li> <li>Калининградская область</li> <li>Владимирская область</li> <li>Ивановская область</li> <li>Калужская область</li> <li>Костромская область</li> <li>Орловская область</li> <li>Тульская область</li> <li>Ярославская область</li> <li>Белгородская область</li> <li>Воронежская область</li> <li>Курская область</li> <li>Липецкая область</li> <li>Тамбовская область</li> <li>Омская область</li> </ul> | «выпавшие» регионы: <ul style="list-style-type: none"> <li>Ненецкий АО</li> <li>Республика Коми</li> <li>Вологодская обл.</li> <li>Мурманская обл.</li> <li>Томская область</li> <li>Иркутская область</li> <li>Читинская область</li> <li>Республика Якутия</li> <li>Смоленская область</li> <li>Архангельская область</li> <li>Ленинградская область</li> <li>Республика Карелия</li> <li>Псковская область</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Московская область и г. Байконур</li> <li>Брянская область</li> <li>Рязанская область</li> <li>Тверская область</li> <li>Калининградская область</li> <li>Владимирская область</li> <li>Ивановская область</li> <li>Калужская область</li> <li>Костромская область</li> <li>Орловская область</li> <li>Тульская область</li> <li>Ярославская область</li> <li>Белгородская область</li> <li>Воронежская область</li> <li>Курская область</li> <li>Липецкая область</li> <li>Тамбовская область</li> <li>Омская область</li> </ul> |
| Число граждан-участников ДЛО                           | 2 301 тыс человек                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | 1 648 тыс человек                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |

**Протек планирует снизить выручку от ДЛО на 58% и компенсировать ее за счет коммерческого сегмента**

По данным компании, в 2006 г. на лекарственные группы, которые теперь будут распределяться по продуктовым конкурсам, пришлось около 30% от совокупного объема операций по ДЛО. Таким образом, совокупные потери в выручке компании от ДЛО должны составить около 50%. Протек придерживается более консервативного подхода к бюджетированию и рассчитывает, что выручка от ДЛО в следующем году сократится на 58% по сравнению с первоначальным планом (12% от совокупного плана по выручке). Новый бюджет компании, подготовленный с учетом изменений в ДЛО-2007, не предполагает снижения выручки и прибыли, т.к. Протек планирует покрыть уменьшение по ДЛО за счет коммерческого сегмента и экономии на издержках.

**Главная проблема ДЛО-2006: огромный долг государства и низкая оборачиваемость**

Существенной проблемой для всех дистрибьюторов по программе ДЛО является неопределенность в вопросах оплаты долга государства по поставленным лекарствам. Так, в соответствии с условиями конкурсов и иной нормативной документации, оплата должна производиться в течение 180 дней. Однако в настоящий момент ФОМС сильно удлинняет сроки оплаты: по данным компании, средний срок дебиторской задолженности государства перед дистрибьюторами по ДЛО к настоящему моменту составляет около 220 дней.

**В следующем году она вряд ли будет решена**

По итогам утверждения бюджета ФОМС можно предположить, что в следующем году картина с продолжительными задержками оплаты существенно не изменится: основная часть из 34.9 млрд руб. бюджета фонда на 2007 г., видимо, будет потрачена на погашение долгов по ДЛО-2006. Соответственно, в следующем году сроки оплаты дебиторской задолженности по программе ДЛО вряд ли сократятся.

**Условия ДЛО-2007 многократно менялись в последние дни конкурса**

Еще одной особенностью конкурсов ДЛО-2007 стали бюрократические проблемы: после публикации конкурсной документации в течение всего периода сбора заявок ФОМС регулярно публиковал разъяснения и изменения к ним. Общее число разъяснений достигло 37, причем многие из них были подготовлены в течение последних дней сбора заявок. Очевидно, что в таких условиях дистрибьюторы по объективным причинам не всегда успевали реагировать на все изменения, что также повлияло на результаты конкурсов.

В целом мы отмечаем, что Протек, на наш взгляд, адекватно отреагировал на изменение экономических условий и ограничил свое участие в ДЛО рентабельными операциями.



## Мифы и реальность

**Опасения относительно судьбы Протека связаны с рядом «мифов»**

На наш взгляд, опасения ряда инвесторов связаны с несколькими «мифами», которые возникли в результате некорректного освещения деятельности фармдистрибьюторов в прессе. В данном разделе мы проанализируем основные «мифы» на основании комментариев компании и иной общедоступной информации.

*Миф №1: Протек выигрывал конкурсы по ДЛО с использованием «административного ресурса». После арестов в ФОМС позиции компании должны ослабиться.*

**Конкурсы по ДЛО являются строго регламентированными, вся документация – публична и общедоступна**

В действительности, конкурсы на поставку лекарств для ДЛО, как и все госзакупки, строго регламентируются федеральным законом №94-ФЗ «О размещении заказов на поставки товаров, выполнение работ, оказание услуг для государственных и муниципальных нужд». Закон устанавливает унифицированные правила проведения конкурсов, требования к документации и критерии отбора заявок. Процедура конкурса подразумевает сбор заявок в соответствии с общедоступной документацией, комиссия рассматривает заявки на публичной основе и принимает решение в соответствии с жесткими формальными требованиями. Конкурсы по ДЛО не являются исключением: все они проводятся на основании унифицированной документации, разработанной ФФОМС. Условия конкурсов, протоколы вскрытия конвертов, результаты рассмотрения заявок, и прочая информация по конкурсам официально опубликована на правительственном сайте (<http://www.zakupki.gov.ru/>), где с ней могут ознакомиться все желающие.

Суть претензий Протека по оспариваемым результатам конкурсов состоит в том, что требования к участникам не соответствовали нормам Закона. Так, по ряду конкурсов были предъявлены избыточные требования относительно наличия договоров поставки с производителями лекарств на 2007 г. Конкурсная документация разрабатывалась еще до ареста руководства ФФОМС, поэтому вряд ли можно говорить о том, что успехи Протека в конкурсах по ДЛО были связаны с использованием «административного ресурса».

*Миф №2: Финансовое благополучие Протека строится исключительно на участии в программе ДЛО.*

**Доля ДЛО в выручке протека за 6М2006: всего 18%**

В действительности, доля продаж по программе ДЛО в выручке Протека по итогам I п/г 2006 составляет всего 18%. Основным бизнесом группы является коммерческая дистрибуция лекарств, доля которой в выручке составляет 72%. Соответственно, ожидаемая потеря части доходов от ДЛО будет означать уменьшение выручки на относительно небольшую (до 10-12% от запланированной величины) сумму.

**ДЛО приносит большую маржу, но заставляет компанию на длительный срок «замораживать» средства**

Участие в ДЛО приносит компании несколько большую маржу по сравнению с коммерческой дистрибуцией (ориентировочно – 8% и 4% по чистой прибыли соответственно). На первый взгляд, участие в ДЛО существенно более выгодно, чем коммерческий бизнес, однако такая позиция не учитывает различий по оборачиваемости. Дело в том, что средний срок оплаты дебиторской задолженности в коммерческом сегменте составляет 40 дней против 220 и более дней в рамках ДЛО. Из-за неточностей в бюджетном планировании расходов на ДЛО, ФОМС оплачивает дистрибьюторам лекарства с очень большой задержкой. Соответственно, при столь значительной разнице в оборачиваемости, отдача на инвестированный капитал в коммерческом сегменте как минимум не ниже, чем в ДЛО.

**Развитие собственной розницы будет компенсировать потерю маржи в ДЛО**

Протек в настоящий момент концентрирует усилия на развитии розничного бизнеса (принадлежащая Протеку сеть «Ригла» - второй по размерам игрок на рынке), маржа которого сопоставима с показателями ДЛО, при существенно более высокой оборачиваемости. Таким образом, за счет построения цепочки с участием собственной аптечной сети компания сможет повысить рентабельность. На наш взгляд, интеграция аптечной сети «ОЗ» также будет способствовать достижению этого эффекта.





**Коммерческая дистрибуция  
остается главным  
бизнесом Протека**

Ключевой компетенцией компании остается дистрибуция лекарств и парафармацевтических средств на коммерческом рынке. Протек владеет наиболее качественной и современной складской и логистической инфраструктурой, которая на сегодняшний день достаточна для наращивания поставок на коммерческом рынке. Поэтому отказ от участия в ДЛО по ряду регионов позволит компании сосредоточиться на расширении присутствия в коммерческом сегменте и сохранении лидирующих позиций на рынке.

**Парафармацевтика –  
важный сегмент на 2007 г.**

Компания планирует сосредоточиться на развитии парафармацевтического сегмента: в настоящий момент Протек находится в стадии заключения контрактов с крупнейшими производителями косметики. В целом, коммерческий сегмент, в т.ч. парафармацевтика, по оценкам Протека, позволит мере компенсировать потери в выручке по ДЛО.

*Миф №3: дистрибьюторы в рамках ДЛО столкнулись с финансовыми проблемами из-за того, что вовремя не получили средства из бюджета, но должны оплатить поставленные лекарства фармпроизводителям.*

**Основные тяжесть долга  
государства по ДЛО лежит  
на производителях  
лекарств**

На самом деле, схема расчетов по ДЛО выглядит следующим образом: дистрибьюторы, получившие лекарства от поставщиков, расплачиваются с ними только тогда, когда получают средства от ФОМС. Таким образом, основная часть долга ФОМС приходится именно на производителей лекарственных средств, а средства дистрибьюторов «замораживаются» только в части их расходов: таможенное оформление, логистика, складские расходы. Протек предполагает, что 5 млрд руб. требований компании к ФОМС будут погашены в 1 кв. следующего года, а остальная часть, скорее всего, во 2 квартале.

При этом нельзя исключить, что в 2007 г. ситуация с существенной задержкой оплаты лекарств в рамках программы ДЛО все же сохранится, т.к. основная часть средств бюджета ФОМС на 2007 г. будет, судя по всему, направлена на погашение долгов за 2006 г. Как мы уже упоминали, основная тяжесть требований к государству ложится на иностранные фармацевтические концерны, поэтому мы ожидаем, что ситуация с накопленной задолженностью будет разрешаться с их участием.

*Миф №4: пожар в мае 2006 г. нанес непоправимый урон инфраструктуре Протека, компания потеряла основные мощности и понесла серьезные убытки.*

**Потеря склада при пожаре  
полностью компенсирована  
за счет новых мощностей**

В действительности, площади сгоревших складов составляли всего около 10 тыс кв. м. – менее 20% от складских площадей Протека в Московском регионе и менее 8% площадей в целом по России. Взамен утраченного комплекса компания оперативно ввела в действие новый современный склад площадью около 18 тыс кв. м. и в настоящий момент не испытывает дефицита складских мощностей.

**Все убытки покрыты  
Ингосстрахом, уже  
получено более 1 млрд руб.**

И недвижимость, и лекарства на сгоревшем складе Протека были застрахованы Ингосстрахом. Общий размер возмещения по данному страховому случаю составит около 2 млрд руб. К настоящему моменту компания получила уже около 55% из этой суммы и направила эти средства на оплату поставщикам лекарств. Оставшиеся средства компания получит в течение 1 кв. 2007 г., они будут направлены на развитие инфраструктуры и финансирование текущей деятельности.



## Оценка доходности

|                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <i>Протек разместился со<br/>спрэдом в 300 б.п. к ОФЗ</i>                                         | Перед размещением облигаций Протека мы оценивали «справедливый» спрэд бумаги в 300-350 б.п. к ОФЗ. Протек разместился 5 октября со ставкой купона 8.90% (УТР: 9.10%), что соответствовало спрэду в 300 б.п. к ОФЗ. С учетом итогов размещения, мы сохраняем свою оценку «справедливого» спрэда в 300 б.п. к ОФЗ.                                                                                                                                   |
| <i>Мы не видим причин для<br/>пересмотра<br/>«справедливого» спрэда</i>                           | По нашему мнению, существенных изменений кредитного качества компании не произошло, а основные опасения относительно судьбы компании носят скорее «психологический» характер. Протек остается лидером российского фармацевтического рынка, и будет удерживать данные при размещении облигаций параметры по долговой нагрузке (2.5x Долг/EBITDA). Поэтому мы не видим оснований для пересмотра оценок «справедливой» доходности облигаций компании. |
| <i>Адекватная цена для бумаг<br/>Протека – 99.50% от<br/>номинала при текущей<br/>конъюнктуре</i> | Исходя из текущих уровней доходности ОФЗ, адекватной ценой для облигаций Протека будет являться уровень в 99.50% от номинала, что соответствует спрэду в 300 б.п. к ОФЗ. Мы считаем, что текущие уровни доходности облигаций компании (около 10.10%) являются весьма привлекательными для покупки и ожидаем, что в течение ближайших месяцев информационный фон вокруг компании станет более уравновешенным.                                       |
| <i>Протек обещает<br/>придерживаться высоких<br/>стандартов финансовой<br/>прозрачности</i>       | Протек придерживается весьма высоких стандартов финансовой прозрачности и планирует регулярно информировать инвесторов о своих результатах. К концу I квартала 2007 г. компания рассчитывает подготовить предварительную отчетность по итогам 2006 года и познакомить с ней инвесторов.                                                                                                                                                            |



## ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

|         |                                    |
|---------|------------------------------------|
| Адрес   | 129090, Москва, ул. Троицкая, 17/1 |
| Телефон | (+7 495) 721 9900                  |
| Факс    | (+7 495) 721 9901                  |

### **Аналитика**

|                  |                          |                   |
|------------------|--------------------------|-------------------|
| Максим Раскоснов | mraskosnov@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2893 |
| Алексей Чекушин  | achekushin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9900 |
| Ольга Базюкина   | obazyukina@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 9900 |

## Операции на рынке корпоративных облигаций

### **Начальник Казначейства**

|                  |                            |                   |
|------------------|----------------------------|-------------------|
| Сергей Пчелинцев | spchelintsev@raiffeisen.ru | (+7 495) 775 5243 |
|------------------|----------------------------|-------------------|

### **Продажи**

|                 |                         |                   |
|-----------------|-------------------------|-------------------|
| Наталья Пекшева | npekcheva@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 3609 |
|-----------------|-------------------------|-------------------|

### **Торговые операции**

|                 |                       |                   |
|-----------------|-----------------------|-------------------|
| Александр Лосев | alosev@raiffeisen.ru  | (+7 495) 721 9976 |
| Дмитрий Акулов  | dakulov@raiffeisen.ru | (+7 495) 981 2857 |

## Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

|                 |                          |                   |
|-----------------|--------------------------|-------------------|
| Никита Патрахин | npatrakhin@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2834 |
|-----------------|--------------------------|-------------------|

### **Выпуск облигаций**

|                     |                            |                   |
|---------------------|----------------------------|-------------------|
| Олег Гордиенко      | ogordienko@raiffeisen.ru   | (+7 495) 721 2845 |
| Олег Корнилов       | okornilov@raiffeisen.ru    | (+7 495) 721 2835 |
| Екатерина Михалевич | emikhalevich@raiffeisen.ru | (+7 495) 775 5297 |
| Дмитрий Румянцев    | droumiantsev@raiffeisen.ru | (+7 495) 721 2817 |
| Анастасия Байкова   | abaikova@raiffeisen.ru     | (+7 495) 721 2846 |
| Алексей Тарасов     | atarasov@raiffeisen.ru     | (+7 495) 721 2846 |

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.

