



**Ксения Аношина**  
Аналитик  
+7 (495) 2874407, доб. 211  
[k.anoshina@grandiscapital.ru](mailto:k.anoshina@grandiscapital.ru)



### Акции Фармстандарта в цифрах

|                            |       |
|----------------------------|-------|
| Текущая цена, руб. (ММВБ)  | 2 035 |
| Текущая цена, \$ (РТС)     | 66    |
| Капитализация, \$млн.      | 2 493 |
| Справедливая стоимость, \$ | 100,1 |
| Потенциал роста, %         | 52%   |

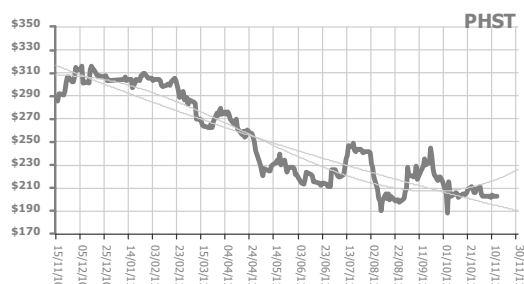


### Динамика акций на ММВБ (PHST)

|                                  |        |
|----------------------------------|--------|
| 1 месяц, %                       | 1,5%   |
| 6 месяцев, %                     | -10,4% |
| 1 год, %                         | -29%   |
| Максимальная цена, 52 нед., руб. | 3320   |
| Минимальная цена, 52 нед., руб.  | 1744,5 |

| Мультипликаторы Фармстандарта | 2011П | 2012П | 2013П |
|-------------------------------|-------|-------|-------|
| EV/EBITDA                     | 6     | 4,3   | 3,7   |
| P/S                           | 2,1   | 1,6   | 1     |
| P/E                           | 10    | 7     | 6     |

График «Фармстандарта» (РТС)



## «Фармстандарт»: дорогу лидерам

Хорошие перспективы роста фармацевтического сектора. Перспективы рынка связаны с ожидаемым ростом потребления, консолидацией отрасли, госпрограммой импортозамещения (за 10 лет доля отечественных производителей на рынке, согласно госпрограмме «Фарма 2020», должна вырасти с текущих 22% до 50%). Мы предполагаем, что средний рост фармацевтического рынка в ближайшие пять лет составит 8% в рублях.

«Фармстандарт» – лидер фармацевтической отрасли, может выиграть от госпрограммы импортозамещения. По нашим прогнозам, доля рынка компании за пять лет вырастет на 1,5 п.п., темпы роста CAGR2011-2016 составят 12%.

Стабильно высокие показатели «Фармстандарту» обеспечивают ряд бестселлеров (препараты безрецептурного сегмента: «Арбидол», «Компливит», «Пенталгин»).

Сильные финансовые показатели делают акции компании надежным вложением средств. Историческая рентабельность «Фармстандарта» по EBITDA составляет около 40%, компания имеет стабильно положительные денежные потоки от операционной деятельности и значительную денежную позицию.

Низкий уровень консолидации отрасли дает большие возможности на рынке M&A в России, компания также ищет объекты для поглощения в других странах. «Фармстандарт» инвестирует значительные средства в создание исследовательского научного центра НТС+, в проекте «Фармстандарту» принадлежит 37,5%.

Инвестиции связаны с рисками. Существенную долю от выручки компании составляют продажи «Арбидола» (около 20%), что делает компанию зависимой от продаж препарата.

Высокий потенциал роста, согласно модели DCF. Справедливая стоимость акций «Фармстандарта», рассчитанная по методу DCF, составляет 100\$, что подразумевает потенциал роста 52% к текущим котировкам. Мы рекомендуем покупать акции компании.

Ближайший драйвер роста – ожидаемая публикация сильных данных по продажам за 4 квартал 2011 года. В конце ноября пройдут крупные аукционы, выручка от которых будет признана уже в текущем году.

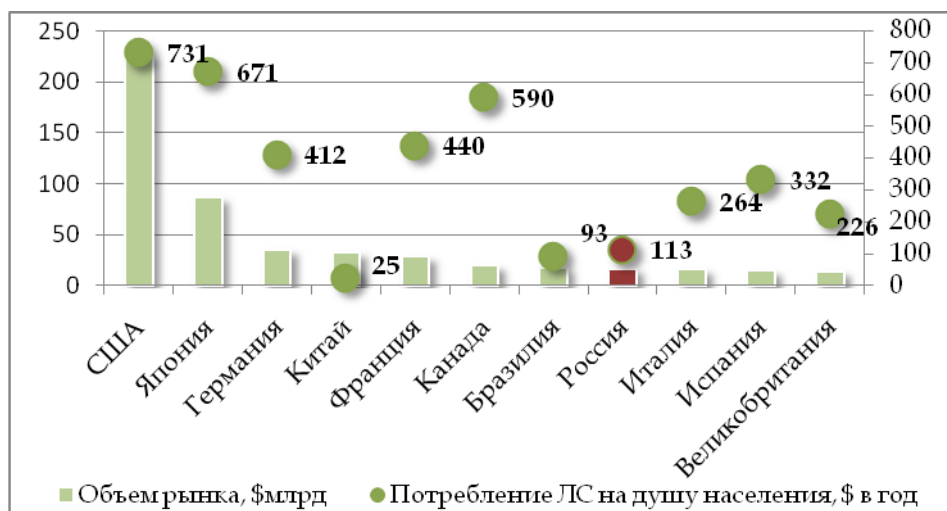
**SWOT-анализ компании «Фармстандарт»**

| <b>Сильные стороны</b>  | <b>Слабые стороны</b>  |
|---|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. «Фармстандарт» - крупнейшая отечественная фармацевтическая компания с годовой выручкой около 30 млрд рублей (по итогам 2010 года), входит в число лидеров российского розничного рынка.</li> <li>2. «Фармстандарт» имеет в своем производственном портфеле ряд бестселлеров, которые пользуются стабильно высоким спросом у населения («Арбидол», «Компливит», «Пенталгин»). Десять самых продаваемых лекарственных средств «Фармстандарта» занимают более 70% от продаж собственных препаратов компании.</li> <li>3. Сильная денежная позиция компании (отрицательный чистый долг, крупные денежные средства на счетах) – привлекательный фактор в условиях экономической нестабильности и удорожания заемных средств.</li> <li>4. Большие рекламные бюджеты (1,4 млрд рублей по итогам 2010 года или около 5% от выручки) могут обеспечить рост продаж.</li> <li>5. Акции фармацевтического сектора обычно являются защитными на падающем рынке.</li> </ol> | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Высокая зависимость от показателей продаж некоторых бестселлеров: например, доля продаж «Арбидола» составляет 20% от общей выручки компании. Падение спроса на эти лекарства может ослабить показатели всей компании.</li> <li>2. Зависимость от курса валюты из-за высокой доли импортного сырья в себестоимости (82% по итогам 2010 года). По нашим расчетам, при укреплении курса иностранной валюты к рублю на 25% валовая маржа компании сокращается на 4,6 п.п.</li> <li>3. Зависимость от госрегулирования: 61% от продуктового портфеля компании составляют жизненно важные лекарственные средства (ЖНВЛС), цены на которые устанавливаются Министерством Здравоохранения.</li> <li>4. Имея большие денежные потоки, компания воздерживается от выплаты дивидендов.</li> </ol> |
| <b>Возможности</b>  | <b>Угрозы</b>  |
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Лидерство в рейтинге крупнейших отечественных фармацевтических компаний позволяет «Фармстандарту» рассчитывать на государственные инвестиции и поддержку.</li> <li>2. Низкая консолидация отрасли дает большие возможности на рынке слияний и поглощений.</li> <li>3. Генерируя крупные денежные потоки при отрицательном долге, «Фармстандарт» имеет возможность направлять свои инвестиции в <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ масштабные исследовательские проекты (НТС+),</li> <li>▪ расширение производственных мощностей</li> <li>▪ поглощение сильных игроков рынка.</li> </ul> </li> </ol>   | <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Высокое конкурентное давление на фармацевтическом рынке со стороны иностранных игроков.</li> <li>2. Рост стоимости рекламы на единицу продукции.</li> <li>3. Риск снижения цен на некоторые рецептурные препараты, продаваемые на госаукционах, и другие риски ужесточения условий госзакупок. В частности, с 2014 года госзакупки лекарств по программе «7 нозологий» (ДЛО) будут осуществляться на уровне субъектов Федерации, а не централизованно, как сейчас, что потребует от фармкомпаний дополнительных расходов.</li> </ol>   |

## Обзор фармацевтического рынка

**Высокий потенциал роста фармацевтической отрасли.** В России потребление лекарств на душу населения в среднем в четыре раза ниже, чем в развитых странах. По данным DSM Group, потребление лекарственных средств на одного человека в России остается на уровне развивающихся стран (см. рисунок). В то же время по объему рынка российский фармацевтический рынок один из самых крупных в Европе, что также обуславливает его привлекательность для игроков фармсектора.

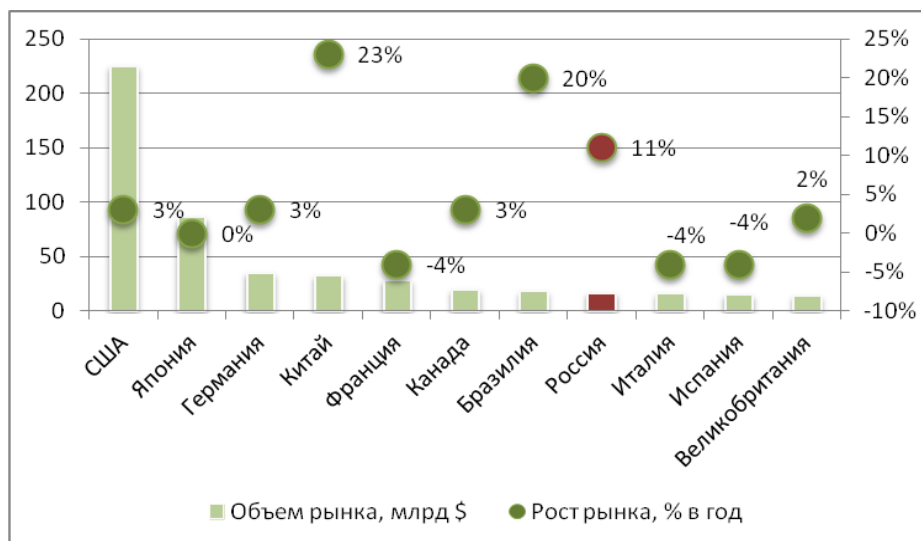
### Потребление готовых лекарственных средств на душу населения и объем рынка



Источник: IMS Health, DSM Group, 2010г.

**По темпам роста фармацевтический рынок России обгоняет развитые страны.** В дальнейшем его темпы будут зависеть от роста доходов населения и повышения общей медицинской грамотности населения.

### Рост фармацевтического рынка России в сравнении с другими странами

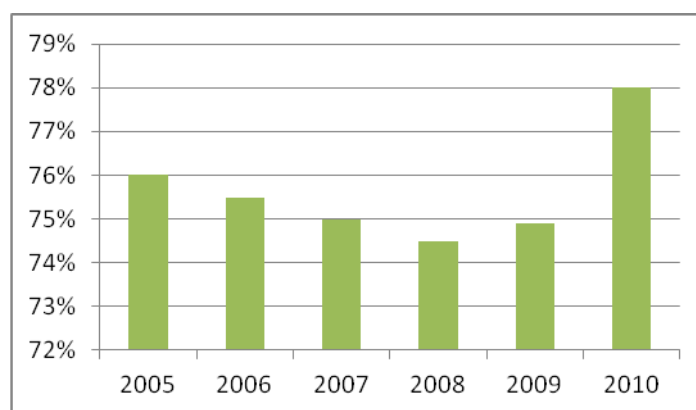


Источник: IMS Health, DSM Group, 2010г.

**«Фармстандарт» может усилить позиции на неконсолидированном рынке.** Рынок производства лекарственных средств в России остается недостаточно консолидированным: топ-3 компаний занимают всего 25% рынка, топ-10 – 49%. На отечественном рынке остаются игроки, интересные для приобретения. «Фармстандарт» исторически развивается с помощью сделок M&A, и низкая консолидация рынка позволяет рассчитывать на продолжение данной стратегии.

**Федеральная программа предполагает вытеснение иностранных игроков отечественными производителями.** В докризисный период с 2005 по 2008 гг. прослеживалась четкая тенденция сокращения доли импортных игроков на коммерческом рынке, однако процесс шел медленно (см. рисунок). Зарубежные игроки по-прежнему занимают большую часть рынка – 78% в денежном выражении (данные DSM Group, 2010г.). Правительством России была принята Стратегия и федеральная целевая программа развития фармацевтической и медицинской промышленности на период до 2020 года (ФЦП «Фарма 2020»). Согласно программе, к 2020 году до 50% всех лекарственных препаратов должны выпускаться отечественными производителями. Общий объем госинвестиций на модернизацию отрасли по программе «Развитие фармацевтической и медицинской промышленности РФ на период до 2020 года и дальнейшую перспективу» составит 185,3 млрд. руб.

#### **Изменение доли импортных лекарственных средств на российском коммерческом рынке в стоимостном выражении, %**



Источник: DSM Group

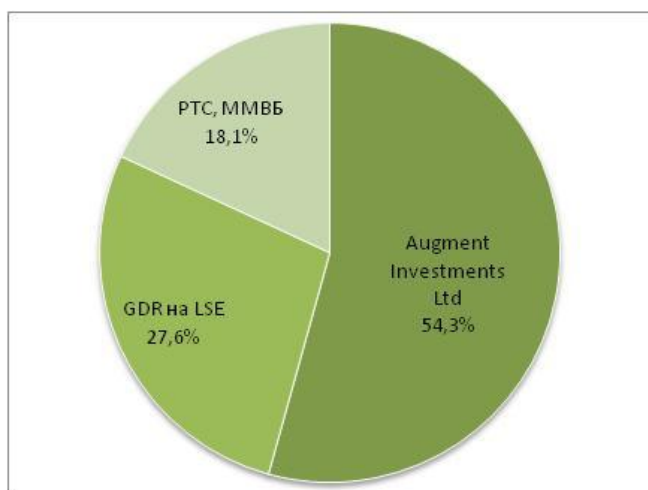
**Подробный отчет о Фармацевтическом секторе читайте в нашем обзоре о «Верофарме» [от 18 августа 2011 года](#).**

## «Фармстандарт»

### О компании

Отечественный производитель лекарственных препаратов и медоборудования «Фармстандарт» провел IPO в мае 2007 года, акции компании (тиккер PHST) торгуются в РТС и на ММВБ, а также в виде глобальных депозитарных расписок на Лондонской фондовой бирже (LSE). В свободном обращении находятся 45,7% акций компании, остальные 54,3% принадлежат оффшору Augment Investments Ltd, бенефициарами которых являются Виктор Харитонин и Егор Кульков.

### Структура акционеров «Фармстандарта»



Источник: данные компании

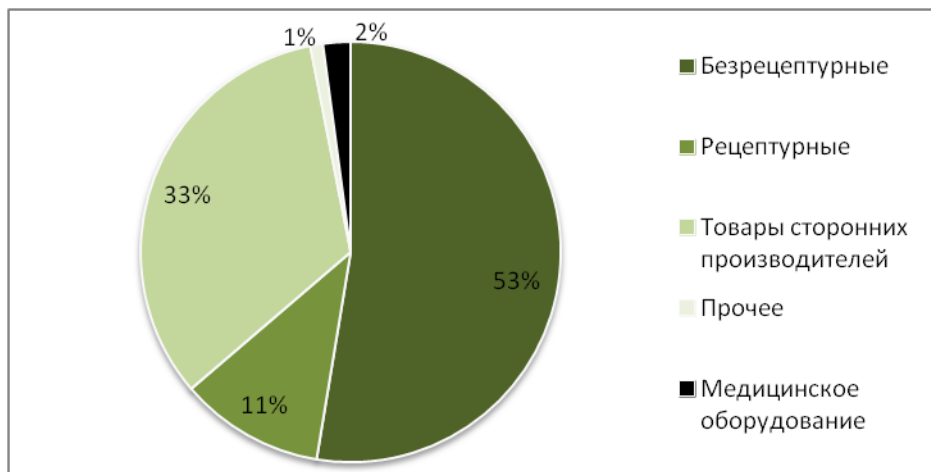
«Фармстандарт» – крупнейший в России производитель безрецептурных препаратов. В состав компании входят крупные заводы по производству лекарственных средств (в Курске и Томске), витаминов (в Уфе – Уфа-Вита) и медицинского оборудования (в Тюмени). Также благодаря приобретению в 2010 году ПАО «Биолек» у «Фармстандарта» появилось производство на Украине.

Наибольшую часть портфеля продаж «Фармстандарта» занимают:

- **безрецептурные препараты** (53%, см. рисунок), такие как «Арбидол», «Пенталгин», «Компливит», «Флюкостат» и др.
- **рецептурные препараты** (11% от общих продаж); среди них «Растан», «Фосфоглив», «Биосулин».
- **товары сторонних производителей** (ТРР или third party product), в структуре продаж эта доля в последнее время растет: если по итогам 2010 года она составляла 33%, то за 9 месяцев 2011 года – 45%. Как правило, лекарства ТРР – это сложные рецептурные препараты: противоопухолевые, иммуномоделирующие, для кровеносной системы, против ВИЧ и др. Большую часть из них «Фармстандарт» упаковывает во вторичную упаковку, занимается дистрибуцией и маркетингом. Некоторые препараты «Фармстандарт» производит на

собственных мощностях: например ИРС и «Имудон» компания производит по заказу Abbott Product и Solvay Pharmaceuticals, а «Милдронат» (метаболическое средство) – под контролем латвийской «Гриндекс».

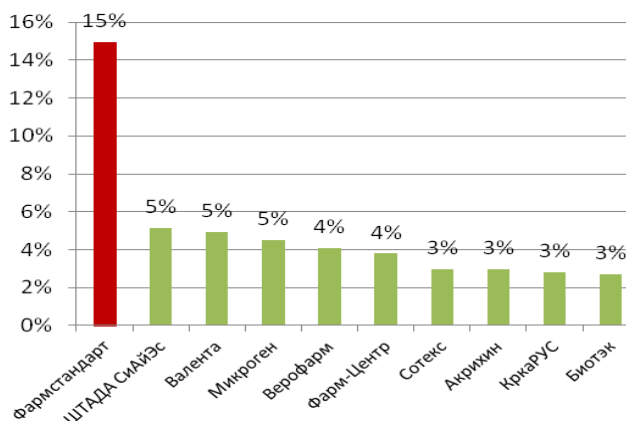
- **медоборудование** (2% от продаж). «Фармстандарт» производит медицинское оборудование (паровые стерилизаторы, аквадистилляторы).



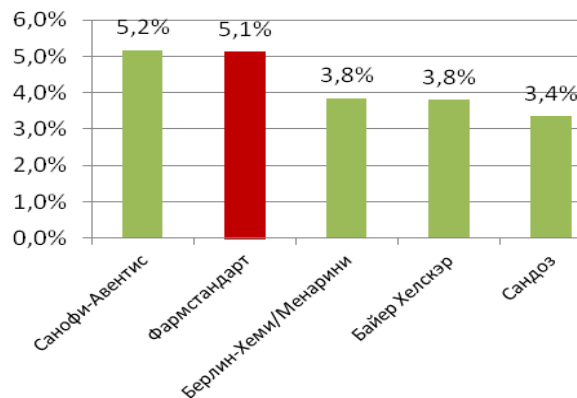
Источник: данные компании

**«Фармстандарт» возглавляет российские фармацевтические рейтинги по масштабам производства** (см. рисунок). Среди крупнейших отечественных производителей «Фармстандарт» лидирует с большим отрывом, занимая 15% рынка; среди международных корпораций в сегменте аптечного рынка «Фармстандарт» также в числе лидеров с долей рынка 5,2%. Масштаб бизнеса облегчает компании переговоры с дистрибуторами и позволяет рассчитывать на государственную поддержку. В кризисный 2008 год масштабы компании также помогли ей войти в список системообразующих предприятий.

**ТОП 10 крупнейших отечественных компаний по долям производства в России в стоимостном выражении 2010 г., %**



**ТОП 5 крупнейших фармацевтических корпораций по долям продаж в российском розничном секторе в стоимостном выражении 2010 г., %**



Источник: «Фармэксперт», 2010 год



**В своем продуктовом портфеле «Фармстандарт» имеет ряд успешных, популярных брендов.** Так, в сегменте противовирусных препаратов, по данным «Фармэксперта», компания занимает больше половины рынка (54%) благодаря брендам «Арбидол» (47% рынка) и «Амиксин» (7%). В сегменте витаминов «Фармстандарт» занимает около 20% с препаратами «Компливит» (18%) и «Селмевит» (2%). В сегменте грибковых инфекций – 17% с препаратом «Флюкостат», в сегменте успокаивающих средств – 10% с препаратом «Афобазол» (6%) и Корвалол (4%).

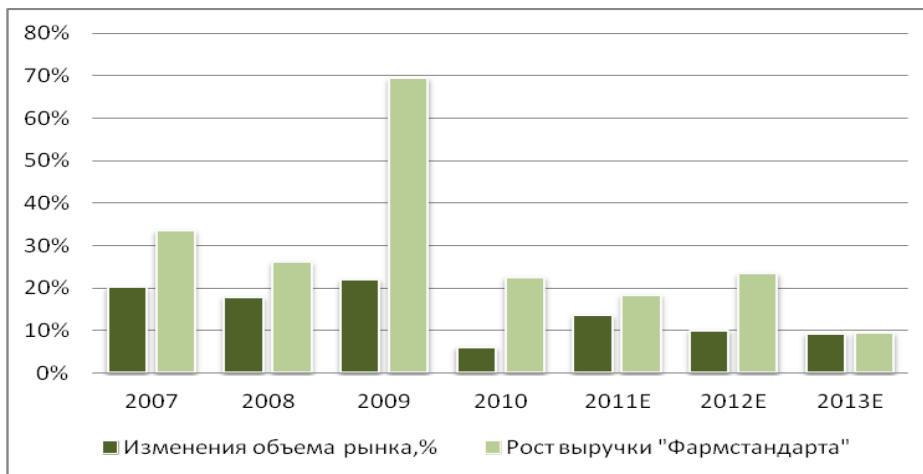
Успешность ряда продуктов обеспечивает высокие продажи компании. С другой стороны, снижение продаж крупнейших из них, например, «Арбидола» (20% от выручки «Фармстандарта») может существенно повлиять на общие продажи компании.

## Финансовые показатели «Фармстандарта»

### Основные факторы роста

Исторически «Фармстандарт» развивался быстрее рынка. Мы предполагаем, что опережающий темп роста продолжится и в ближайшие несколько лет (см. график). Средний рост CAGR2010-2013гг. составит 16,5%, CAGR2010-2016гг. – 12%.

#### Исторический рост выручки «Фармстандарта» в сравнении с коммерческим фармацевтическим рынком



Источник: данные компании, DSM

**Поглощение других игроков и брендов – один из главных факторов роста выручки.** Компания исторически развивается с помощью сделок M&A (см. таблицу). Одна из самых известных сделок – приобретение компании «Мастерлек» в 2006 году, в числе активов которого было 15 известных брендов, в том числе «Арбидол», «Амиксин» и «Флюкостат». В 2010 году «Фармстандарт» приобрел «Афобазол», который занимает 10% рынка успокоительных средств.

До конца 2011 года «Фармстандарт» может объявить об очередном слиянии. По словам представителей компании, «Фармстандарт» находится в постоянном поиске объектов для поглощения, проводит due-diligence.

#### Приобретения «Фармстандарта»: 5 крупных сделок за 6 лет

| Компания/бренд                                       | дата    | доля  | цена, \$млн | продажи "цели" до сделки, \$ млн** |
|--|---------|-------|-------------|------------------------------------|
| ПАО «Биолек»   | 01.2011 | 55%   | 13          | 17,7                               |
| АО «Гриндекс» (Милдронат) - в октябре 2010 г. продан | 04.2010 | 11,3% | 16,04       | -                                  |
| ЗАО «Виндексфарм» (Аципол)                           | 08.2010 | 100%  | 26,25       | 5-6*                               |
| Donelle Company Limited (Афобазол)                   | 08.2008 | 100%  | 91,5        | 7,40                               |
| ЗАО «Мастерлек» (Арбидол, Амиксин, Флюкостат и др.)  | 10.2006 | 100%  | 146         | 60***                              |

\*эксперт \*\*экспертно; \*\*оборот в ценах потребителя; \*\*\* продажи трех самых успешных брендов "Мастерлека"

Источник: данные компании, СМИ

**Разработка и запуск новых препаратов.** По информации компании, в матрице разработок находятся более 60 продуктов. Всего с 2004 года в научных центрах России по заказу «Фармстандарта» было разработано и внедрено в производство более 55 новых лекарственных средств. Одна из последних крупных новинок – препарат гормона роста Растан (МНН соматропин) для лечения детей с задержкой роста, разработанный на базе Института биоорганической химии им.академиков М.М.Шемякина и Ю.А.Овчинникова.

**Создание собственной научной базы НТС+.** В конце 2009 года было создано совместное научное предприятие ООО «Научтехстрой Плюс» (НТС+), который подразумевает строительство научно-исследовательского центра и инфраструктуры для него под г. Покров. Доли владения в НТС+ принадлежат «Фармстандарту» (37,5%), давнему партнеру компании Александру Шустеру (37,5%) и с 2011 года оффшорному фонду «Болгар Инвестмент», конечные бенефициары которого пока не раскрыты (см. схему).



Проект должен заработать в 2012 году, а некоторые лаборатории – уже в 2011 году. Научный центр будет заниматься исследованиями и разработкой сложных биоинженерных лекарственных препаратов. Инвестиции в НТС+ со стороны «Фармстандарта» уже составили 750 млн рублей, всего планируется вложить в проект 1,8 млрд рублей. Не исключено привлечение также и государственного финансирования в рамках проекта «Фарма 2020». Прибыль от проекта ожидается только в долгосрочной перспективе.

### **Развитие безрецептурных препаратов**

**Безрецептурный сегмент еще не исчерпал потенциал роста.** Мы прогнозируем интенсивный рост продаж некоторых лекарств безрецептурного сегмента, таких как «Афобазол», «Компливит», «Аципол».

Бренд «Афобазол» был выведен на рынок в 2006 году (защищен патентом до 2019 г.), а к концу 2007 года доля рынка препарата в сегменте успокоительных уже превысила 17%. Мы предполагаем, что доля «Афобазола» в ближайшие годы может увеличиться до 25% за счет вытеснения других игроков.

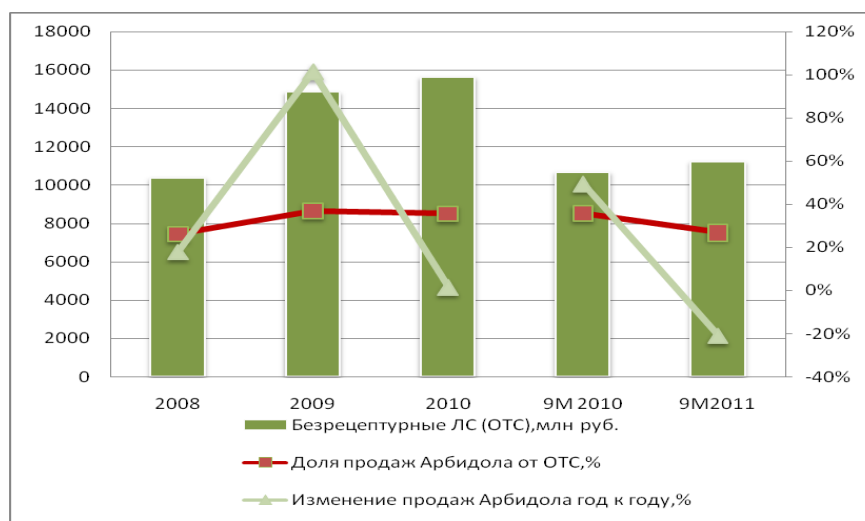
Рост продаж витаминов «Компливит» будет увеличиваться ввиду агрессивной рекламы (мы ожидаем двузначный среднегодовой рост продаж до 2016 года – около 18%). Ускорение продаж «Аципола», который пока

занимает 6% в своем сегменте рынка, будет связано с активным продвижением препарата среди врачей.

### Прогноз продаж «Арбидола»

При высокой доле рынка наращивать продажи «Арбидола» в упаковках в дальнейшем будет сложнее. «Арбидол» является препаратом №1 по продажам в России среди противовирусных средств, занимая 47% сегмента, по данным «Фармэксперта». В портфеле самого «Фармстандарта» «Арбидол» занимает около 35% от безрецептурных лекарственных средств и 20% от общей выручки.

В последнее время препарат действительно существенно замедлил рост, а в 2011 году снижает темпы продаж по итогам 9 месяцев (см. график). Пока снижение продаж объясняется сезонными факторами и высокой сравнительной базой (относительно благоприятными погодными условиями, более щадящей эпидемией гриппа).



Источник: данные компании

Тем не менее, руководство «Фармстандарта» рассчитывает на значительное увеличение продаж «Арбидола» в результате популяризации профилактики гриппа. Пока потребители покупают по одной пачке в год, в то время как для полноценной профилактики нужен курс из двух пачек. «Фармстандарт» ведет просветительские работы для населения и намерен довести продажи препарата с одной до двух пачек в год. Таким образом, по мнению менеджмента, потенциал роста «Арбидола» как минимум в два раза больше.

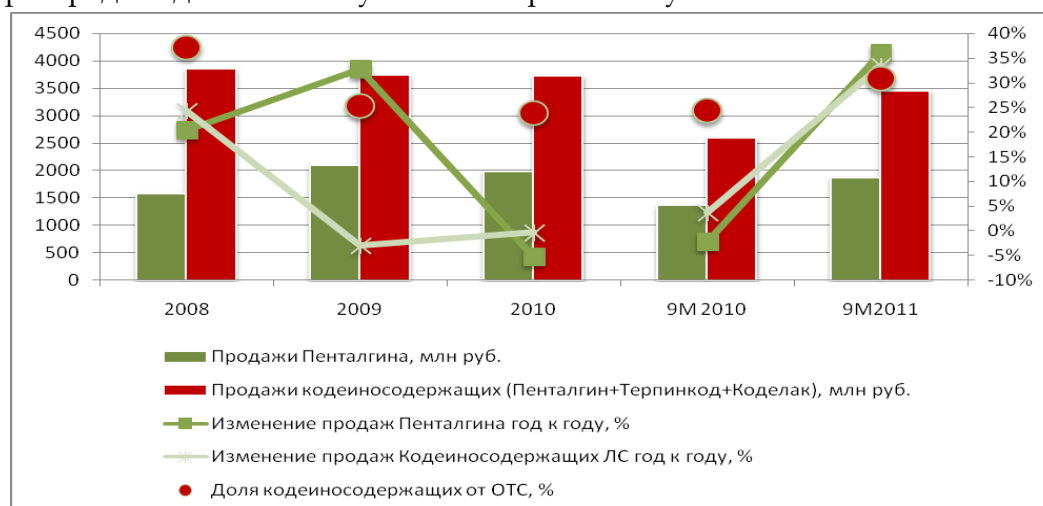
Риск снижения продаж «Арбидола» в результате появления дешевого аналога мы считаем несущественным. На белорусском рынке уже известен аналог препарата под названием «Арпетол», однако в России данный бренд, скорее всего, продаваться не сможет, поскольку, по законодательству, «сходные до степени смешения товарные знаки не могут быть зарегистрированы в отношении однородных товаров». Раскрутка же нового бренда на рынке безрецептурных препаратов требует крупных и долгосрочных вложений.

В соответствии со всеми вышеизложенными факторами мы консервативно предполагаем среднегодовой рост продаж «Арбидола» в долгосрочном периоде на уровне 5%.

### Продажи болеутоляющих: в зоне риска

Доля болеутоляющих препаратов - «Пенталгин», «Коделак», «Терпинкод» - занимает около 30% продаж безрецептурных препаратов «Фармстандарта» или 13% от общей выручки. Все эти препараты хотя бы в одной из выпускаемых форм содержат в себе кодеин<sup>1</sup>.

С июня 2012 года, продажи кодеиносодержащих препаратов без рецепта будут запрещены, в некоторых регионах ограничения введены с текущего года. Однако «Фармстандарт» уже в первом полугодии 2011 года ввел безкодеиновую форму «Пенталгина», цена на который на 10% дороже обычной формы. В результате продажи препарата за 9 месяцев 2011 года не упали (см. график). Продажа безкодеиновой версии «Терпинкода» планируется запустить в октябре. «Коделак» может быть замещен продажами «Коделак-Бронхо», который не содержит кодеин. Значительная часть запасов уже произведенных кодеиновых лекарств может быть распродана до начала вступления запрета в силу.



Источник: данные компании

Мы заложили в модель консервативное предположение о снижении спроса. В 2012 году спрос на болеутоляющие лекарства все же сократится на 12%, в самом «Фармстандарте» оценивают риск снижения выручки от запрета свободной продажи кодеиносодержащих в 2%. В долгосрочной перспективе, по нашим ожиданиям, среднегодовой рост продаж данного сегмента составит 5%.

<sup>1</sup> Кодеин используется как противокашлевое и болеутоляющее средство. Помимо продуктов «Фармстандарта» к кодеиносодержащим препаратам относятся "Каффетин", "Солпадеин", "Нурофен Плюс" и другие. Введенный с июня 2012 года запрет на свободную продажу кодеиносодержащих лекарств связан с активностью наркоманов, которые в домашних условиях синтезируют из данных препаратов кодеин.



## **Развитие рецептурного сегмента**

**Рецептурный сегмент, пока занимающий немногим более 10% от общей выручки, имеет большой потенциал роста.**

**Государственная стратегия по импортозамещению – драйвер развития рецептурного сегмента «Фармстандарта».** Напомним, Правительством России была принята Стратегия и федеральная целевая программа развития фармацевтической и медицинской промышленности на период до 2020 года (ФЦП «Фарма 2020»), согласно которой к 2020 году доля отечественных препаратов на внутреннем рынке должна вырасти с текущих 20% до 50%. Общий объем госинвестиций на модернизацию отрасли по этой программе составит 185,3 млрд. руб. (около \$6 млрд).

**В сегменте рецептурных препаратов компания уже конкурирует с западными производителями.** Гормон роста «**Растан**», разработанный для «Фармстандарта» специалистами Института биоорганической химии им. М.М. Шемякина и Ю.А. Овчинникова и запущенный в активное производство в 2008 году, уже в 2009 году на госаукционе по программе «7 нозологий» потеснил западные аналоги. Препарат «**Фосфоглив**» был разработан в ИБМХ РАН как усовершенствованный аналог выпускаемого фирмой Nattermann International GmbH, Germany препарата эссенциале. В контексте стратегии импортозамещения интересными выглядят перспективы инсулина «**Биосулин**», поскольку на сегодняшний день большая часть инсулина в России (около 95%, по данным «Фармэксперта») закупается у зарубежных производителей. «Биосулин» производится из французской субстанции и, по словам представителей «Фармстандарта», по качеству не уступает западным аналогам. Средние продажи «Биосулина» в последние три года составляли 45%, двузначные темпы роста могут сохраниться в дальнейшем.

**Среди рисков рецептурного сегмента – риск снижения отпускной цены в результате конкуренции на аукционах.** По этой причине в первом полугодии 2011 года продажи «Растана» упали на 63%.

**Продажи лекарств сторонних производителей (ТРР) – дополнительный импульс выручке.**

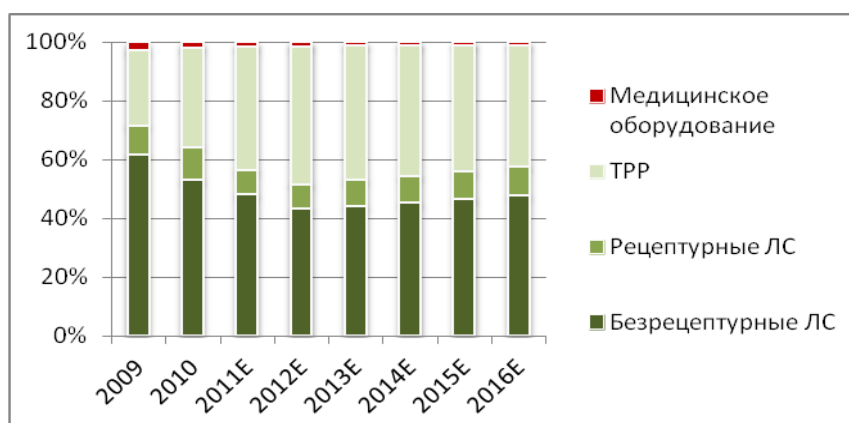
**Сегмент продаж лекарственных средств сторонних производителей (ТРР – third parties products) занимает 45% общих продаж компании.** Сегмент был запущен в 2008 году и существенно увеличил выручку компании.

**Валовая рентабельность сегмента продаж третьих сторон существенно ниже, чем общая рентабельность «Фармстандарта»:** 16,4% против 44% по итогам 2010 года. То есть рентабельность с увеличением доли продаж товаров сторонних производителей в среднесрочном периоде снизится. Однако, по нашим расчетам, общая EBITDA падать не будет: снижение маржи компенсируется увеличением выручки. Влияние от увеличения доли ТРР теоретически может негативно сказаться на оборотном капитале (увеличение дебиторки и рост запасов), что соответственно отразится на

операционном денежном потоке, однако пока данной тенденции не наблюдается.

**Производство ТРР на собственных мощностях может поддержать рентабельность в долгосрочной перспективе.** «Фармстандарт» не только занимается продажами, маркетинговым сопровождением и упаковкой товаров сторонних производителей, но и производит некоторые препараты на своих мощностях. В этом году был запущен полный производственный цикл лекарства «Милдронат» фирмы Grindex в Уфе, ведутся переговоры о создании совместного производства с компанией Johnson & Johnson с 2013 года, а также La Roche и Abbott.

### **Изменение выручки «Фармстандарта» по сегментам в долях от общего оборота:**



Источник: данные компании, прогнозы «Грандис Капитал»

### **Сильная денежная позиция дает финансовую независимость и большие возможности для развития.**

«Фармстандарт» генерирует значительные денежные потоки, что делает компанию мало зависимой от внешнего финансирования. Исторический коэффициент Чистый долг/ЕБИТДА у «Фармстандарта» держится вблизи нуля на протяжении нескольких лет, в прогнозном периоде при отсутствии крупных сделок и инвестиций долговая нагрузка будет отрицательной.

**Дивидендов не предвидится.** Несмотря на генерацию больших денежных потоков (в среднем по 100 млн долл. в 2009 и 2010гг.), руководство «Фармстандарта» пока не объявляло о намерении осуществлять выплаты дивидендов акционерам.

**Зависимость «Фармстандарта» от импортного сырья существует, однако мы не видим угрозы существенного ослабления рубля в долгосрочной перспективе.** Доля импортного сырья в себестоимости по итогам 2010 года составляет 82%. По нашим расчетам, при укреплении курса иностранной валюты к рублю на 25% валовая маржа компании сокращается на 4,6 п.п. Однако наши долгосрочные макроэкономические ожидания предполагают постепенное укрепление рубля с текущих 30,5 руб. за доллар до 26-27 руб. за доллар в перспективе 5 лет.

**Действия госрегуляторов – еще один риск для компании.** Негативное влияние на рентабельность безрецептурного сегмента оказывает госрегулирование цен (около 60% продаж «Фармстандарта» составляют жизненноважные лекарства), а на рентабельность рецептурного и ТРР-сегментов – система госаукционов как ценоформирующий фактор. В текущем году продажи «Растана» в первом полугодии упали на 63% в результате ценовой конкуренции на госаукционе. В долгосрочной перспективе, особенно после выборов 2012 года, фактор госрегулирования цен может ослабнуть. Что касается системы госаукционов, то государственный заказ является основным каналом сбыта для большей части препаратов рецептурного и ТРР сегментов, а значит, компания будет искать компромисс между ценой и объемом заказа. Согласно нашей модели, рентабельность «Фармстандарта» будет незначительно увеличиваться со временем, главным образом, за счет увеличения более маржинальных сегментов лекарственных средств собственного производства. Негативным долгосрочным фактором для рентабельности станет увеличение операционных издержек к выручке, в частности – на рекламу и продвижение товаров.

**Ближайшим драйвером роста для акций «Фармстандарта» станет публикация данных по продажам за 4 квартал 2011 года.** В 20-х числах ноября пройдут крупные аукционы, в которых планирует принять участие «Фармстандарт». Выручка от продаж на аукционах будет признана уже в текущем году. Мы ожидаем, что результаты 4 квартала будут сильными.

**«Фармстандарт» существенно недооценен по форвардным мультипликаторам.** Сейчас акции компании торгуются по мультипликатору EV/прогнозный EBITDA ближайшего года на уровне 6,5-7%, тогда как до кризиса – на уровне 16-17 или в 2,5 раза дороже. По сравнению с началом текущего года (посткризисного уровня) котировки недооценены по прогнозным мультипликаторам на 36%. Из-за низких мультипликаторов «Фармстандарт» – интересная бумага для долгосрочного инвестирования.



Источник: Bloomberg

**Модель DCF, млн. долл.**

Оценка «Фармстандарта» по методу дисконтированного денежного потока (DCF) предполагает справедливую стоимость компании в \$3782 млн или \$100,1 на акцию, что соответствует потенциалу роста бумаги 52%.

**Краткая модель (ДЦП), \$млн.**

|                                 | 2011E      | 2012E      | 2013E      | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
|---------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>Операционная прибыль</b>     | <b>345</b> | <b>476</b> | <b>554</b> | <b>613</b> | <b>645</b> | <b>685</b> |
| Налог на прибыль                | (72)       | (100)      | (117)      | (129)      | (136)      | (145)      |
| Капитальные вложения            | (40)       | (40)       | (43)       | (44)       | (46)       | (47)       |
| Изменения в рабочем капитале    | (13)       | (59)       | (78)       | (92)       | (79)       | (72)       |
| Амортизация                     | 19         | 29         | 35         | 35         | 36         | 39         |
| <b>Свободный денежный поток</b> | <b>238</b> | <b>307</b> | <b>350</b> | <b>381</b> | <b>420</b> | <b>460</b> |

| <b>Оценка справедливой стоимости акций</b>                                      |              | <b>Расчет WACC</b>                      |       |
|---|--------------|---|-------|
| Приведенная стоимость свободных денежных потоков, \$млн                         | 1 357        | Долгосрочные темпы роста, %             | 2,5%  |
| Дисконтированная терминальная стоимость, \$млн                                  | 2 015        | Базовая стоимость акционерного капитала | 9,5%  |
| Чистый долг   | - 303        | Риск низкой ликвидности                 | 0,5%  |
| Капитализация, \$млн  | 3 782        | Дополнительные риски                    | 3%    |
| Количество акций в обращении, млн шт. (включая казначейские акции 1,85 млн шт.) | 37,8         | Стоимость акционерного капитала         | 13%   |
| <b>Справедливая стоимость, \$/акция</b>   | <b>100,1</b> | Стоимость долга после налога            | 9,6%  |
| Потенциал роста   | 52%          | WACC                                    | 13,5% |

Источник: расчеты Грандис Капитал



## Прогноз финансовых показателей, \$млн

| Отчет о прибылях и убытках                 | 2011П | 2012П | 2013П | 2014П | 2015П | 2016П |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Выручка                                    | 1 203 | 1 564 | 1 806 | 1 962 | 2 103 | 2 245 |
| Валовая прибыль                            | 498   | 667   | 781   | 870   | 950   | 1 033 |
| <i>валовая рентабельность, %</i>           | 41,3% | 42,6% | 43,2% | 44,4% | 45,2% | 46,0% |
| Операционная прибыль                       | 334   | 464   | 541   | 600   | 632   | 671   |
| <i>операционная рентабельность, %</i>      | 27,8% | 29,7% | 29,9% | 30,6% | 30,0% | 29,9% |
| Амортизация                                | 29,9  | 40,9  | 47,6  | 47,7  | 49,3  | 52,9  |
| ЕВИТДА                                     | 364   | 505   | 588   | 647   | 681   | 724   |
| <i>рентабельность ЕВИТДА, %</i>            | 30,3% | 32,3% | 32,6% | 33,0% | 32,4% | 32,2% |
| Финансовая прибыль/издержки                | - 2   | - 2   | - 3   | - 3   | - 3   | - 3   |
| Доналоговая прибыль                        | 332   | 462   | 538   | 597   | 629   | 668   |
| Налоги                                     | -72   | -100  | -117  | -129  | -136  | -145  |
| Чистая прибыль                             | 260   | 362   | 422   | 468   | 492   | 523   |
| <i>рентабельность по чистой прибыли, %</i> | 21,6% | 23,1% | 23,3% | 23,8% | 23,4% | 23,3% |

Источник: расчеты Грандис Капитал

| БАЛАНС                          | 2011П        | 2012П        | 2013П        | 2014П        | 2015П        | 2016П        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Основные средства               | 158          | 169          | 182          | 184          | 186          | 186          |
| Нематериальные активы           | 230          | 238          | 249          | 244          | 238          | 232          |
| Запасы                          | 303          | 413          | 501          | 571          | 643          | 720          |
| Дебиторская задолженность       | 495          | 639          | 732          | 780          | 795          | 799          |
| НДС и др.                       | 28           | 37           | 43           | 46           | 50           | 53           |
| Денежные средства               | 317          | 640          | 1 032        | 1 412        | 1 831        | 2 289        |
| Другие текущие активы           | 158          | 196          | 232          | 262          | 308          | 350          |
| <b>Всего активы</b>             | <b>1 689</b> | <b>2 332</b> | <b>2 971</b> | <b>3 498</b> | <b>4 050</b> | <b>4 630</b> |
| Кредиторская задолженность      | 503          | 713          | 815          | 868          | 916          | 963          |
| Другие краткосрочные займы      | 32           | 40           | 47           | 53           | 62           | 71           |
| Краткосрочный долг              | 15           | 17           | 19           | 21           | 22           | 24           |
| Долгосрочный долг               | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| Другие краткосроч.заимствования | 22           | 24           | 25           | 25           | 25           | 25           |
| Всего капитал                   | 1 102        | 1 523        | 2 046        | 2 513        | 3 005        | 3 527        |
| Миноритарная доля               | 15           | 17           | 19           | 20           | 21           | 22           |
| <b>Всего пассивы и капитал</b>  | <b>1 689</b> | <b>2 332</b> | <b>2 971</b> | <b>3 498</b> | <b>4 050</b> | <b>4 630</b> |

Источник: расчеты Грандис Капитал



| <b>ОДД</b>                                     | <b>2011П</b> | <b>2012П</b> | <b>2013П</b> | <b>2014П</b> | <b>2015П</b> | <b>2016П</b> |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Операционная прибыль                           | 334          | 464          | 541          | 600          | 632          | 671          |
| Амортизация                                    | 30           | 41           | 48           | 48           | 49           | 53           |
| Изменение рабочего капитала                    | - 13         | - 59         | -78          | -92          | -79          | - 72         |
| Другое   | 13           | -            | -            | -            | -            | -            |
| Налог на прибыль                               | - 72         | - 100        | - 117        | - 129        | - 136        | -145         |
| Финансовые расходы                             | - 2          | - 2          | - 3          | - 3          | - 3          | - 3          |
| <b>Денежные потоки от операционной прибыли</b> | <b>290</b>   | <b>344</b>   | <b>391</b>   | <b>423</b>   | <b>463</b>   | <b>504</b>   |
| <b>Денежные потоки от инвестиций</b>           | <b>- 40</b>  | <b>- 40</b>  | <b>- 43</b>  | <b>- 44</b>  | <b>- 46</b>  | <b>- 47</b>  |
| Выкупленные акции                              | - 62         | -            | -            | -            | -            | -            |
| Изменение краткосрочного долга                 | 1,2          | 1,3          | 1,4          | 1,4          | 1,4          | 1,4          |
| Изменение долгосрочного долга                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Дивиденды                                      | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Денежные потоки от фин.деятельности</b>     | <b>- 61</b>  | <b>1</b>     | <b>1</b>     | <b>1</b>     | <b>1</b>     | <b>1</b>     |
| Чистый денежный поток                          | 189          | 306          | 349          | 380          | 418          | 459          |
| Денежные средства на начало периода            | 129          | 335          | 83           | 1 032        | 1 412        | 1 831        |
| Денежные средства на конец периода             | <b>317</b>   | <b>640</b>   | <b>1 032</b> | <b>1 412</b> | <b>1 831</b> | <b>2 289</b> |

Источник: расчеты Грандис Капитал



## ООО Инвестиционная компания «Грандис Капитал»

105064, г. Москва, Путейский тупик, дом 6,  
тел.: +7 (495) 287 44 07, факс: +7 (495) 287 44 07  
www.grandiscapital.ru, info@grandiscapital.ru

## Департамент финансовых рынков

**Михаил Козаков**  
Директор Департамента  
M.Kozakov@grandiscapital.ru

**Антон Макаров**  
Заместитель директора департамента  
A.Makarov@grandiscapital.ru

## Аналитический отдел

Денис Барабанов  
Начальник отдела  
D.Barabanov@grandiscapital.ru

Тимур Хайруллин, CFA  
Заместитель начальника отдела  
T.Khairullin@grandiscapital.ru

Дмитрий Терехов  
Старший аналитик  
D.Terehov@grandiscapital.ru

Ксения Аношина  
Аналитик  
K.Anoshina@grandiscapital.ru

Андрей Кучеров  
Аналитик  
A.Kuchеров@grandiscapital.ru

## Отдел продаж

Дмитрий Шацкий  
Начальник отдела продаж  
D.Shatskiy@grandiscapital.ru

## Клиентский отдел

Екатерина Харченко  
Начальник отдела  
E.Kharchenko@grandiscapital.ru

Инна Булгакова  
Специалист  
I.Bulgakova@grandiscapital.ru

## Отдел биржевых операций

Максим Берсенева  
Начальник отдела  
M.Bersenev@grandiscapital.ru

Михаил Кан  
Старший трейдер  
M.Kan@grandiscapital.ru

## Отдел портфельных инвестиций

Дмитрий Иванов  
Начальник отдела  
D.Ivanov@grandiscapital.ru

Андрей Толстоусов  
Управляющий активами  
A.Tolstousov@grandiscapital.ru

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление дилерской деятельности  
Номер: 077-11120-010000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами  
Номер: 077-11124-001000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности  
Номер: 077-11116-100000 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление депозитарной деятельности  
Номер: 077-11128-000100 (без ограничения) Выдана: ФСФР РФ, Дата выдачи: 01.04.2008

## © 2011 Грандис Капитал. Все права защищены.

**Предупреждение о риске возникновения убытков.** Вложения в акции и любые другие ценные бумаги могут привести к убыткам. Вложения в облигации и долговые инструменты могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости облигаций, а также к непредвиденным убыткам, которые могут возникнуть в случае полного или частичного дефолта эмитента (отказ предприятия от обслуживания своих долгов). В случае дефолта или банкротства эмитента убытки могут составить до 100% от вложенной суммы. Вложения в акции могут привести к убыткам в результате снижения рыночной стоимости акций. В результате банкротства эмитента, убытки могут составить до 100% от вложенных средств. Вложения в производные инструменты (фьючерсы или опционы) могут привести к убыткам. Убытки могут возникнуть в результате изменения рыночной цены актива, на который выпущены фьючерсы или опционы. Убытки могут составить до 100% от вложенной суммы (маржи).

Документальная информация предоставляется по требованию. Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях и не является побуждением к покупке или продаже ценных бумаг. При подготовке обзора использовались источники, которые ИК «Грандис Капитал» считает надежными, однако не руководство ни сотрудники не могут гарантировать точности этой информации и не несут ответственности за возможные потери инвесторов, связанные с использованием данной информации. Вознаграждение аналитиков не зависит от того, какие рекомендации и какие взгляды выражаются ими в аналитических обзорах. ИК «Грандис Капитал» может совершать сделки с ценными бумагами, упомянутыми в настоящем обзоре, как за свой счет, так и по поручению клиента.