

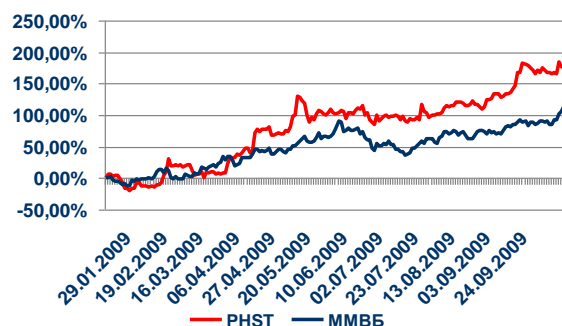
19/10/2009

Фармстандарт – лидер отечественного фармацевтического рынка

- ОАО «Фармстандарт» - лидер отечественной фармацевтической промышленности. По итогам 2008 года компания заняла второе место по объему продаж на фармрынке России, увеличив рыночную долю с 3,6% в 2007 до 4,0% в 2008 году. Кроме того, по данным ЦМИ «Фармэксперт», в 2008 году ОАО «Фармстандарт» стало лидером в розничном сегменте российского фармацевтического рынка с долей 5,2%, являясь единственной отечественной компанией, входящей в десятку лидеров на фармацевтическом рынке России.
- ОАО «Фармстандарт» показало сильные финансовые результаты по итогам I полугодия 2009 года. Выручка компании увеличилась на 62% до 10 062 млн. руб. по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Валовая прибыль увеличилась на 31% до 4 775 млн. руб. Показатель EBITDA вырос на 51% до 3 952 млн. руб., чистая прибыль увеличилась на 47% до 2 588 млн. руб. Коэффициент Чистый долг/EBITDA с 2006 по 2008 год снизился с 1,13 до 0,42. По итогам первого полугодия 2009 года компания вышла на чистую денежную позицию, денежные средства на балансе компании превысили размер совокупного долга.
- Благодаря успешному участию в программе ДЛЮ в I полугодии 2009 года «Фармстандарт» выиграл государственный тендер по программе 7 нозологий в категории противоопухолевых препаратов на поставку «Велкейда» и полностью поставил препарат в I полугодии 2009 года на сумму 2 278 млн. руб., что и стало главным драйвером роста совокупной выручки компании. Однако стоит отметить, что валовая рентабельность продаж Велкейда составила около 4%, что в результате привело к снижению общей рентабельности продаж в I полугодии до 47% с 58% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.
- В 2008 году Компания ввела 14 новых препаратов (9 ОТС – препаратов и 5 препаратов в сегменте Rx). В 2009 году планируется ввести 12 новых препаратов (10 ОТС и 2 Rx).

Основные данные	
Тиккер	PHST
Текущая цена, руб.	1549,95
Максимум, руб.	1600
Минимум, руб.	405,78
Целевая цена, руб.	1983,63
Потенциал, %	28%
Рекомендация	Покупать

Динамика акций



Структура капитала	
Цена АО, руб.	1549,95
Количество АО, млн. шт.	37,79
Капитализация, млн. руб.	58576,65
Чистый долг, млн. руб.	2356,41
EV, млн. руб.	60933,06
P/S	4,09
P/E	16,72
EV/EBITDA	11,03



19/10/2009

Фармацевтический рынок России

За период 2006 – 2008 гг. среднегодовые темпы роста российского фармацевтического рынка составили около 20% по данным ЦМИ «Фармэксперт». В первом полугодии 2009 года рост рынка в коммерческом сегменте составил около 33% в национальной валюте. Однако уже во второй половине 2009 – начале 2010 года, вероятно, существенное замедление темпов роста отечественного фармацевтического рынка.

Дело в том, что главным драйвером роста рынка в стоимостном выражении в I полугодии 2009 года стал рост цен на лекарственные препараты вследствие ослабления курса национальной валюты в начале года. В результате, средневзвешенная стоимость упаковки на рынке ГЛС по данным DSM Group за I полугодие 2009 года выросла на 38% относительно аналогичного периода прошлого года, в то время как в натуральном объеме продажи сократились на 6%. Кроме того, население, в ожидании резкого подорожания цен на лекарства активно начало скупать препараты впрок в февралемарте 2009 года, таким образом, сработал эффект «отложенного спроса». Кроме того, на фоне сокращения потребления лекарств в натуральном выражении, потребительский спрос постепенно смещается из премиального в более дешевый сегмент.

В результате по оценкам «Фармэксперта» по итогам 2009 года рост продаж в розничном сегменте российского фармацевтического рынка составит не более 20-22%, в то время как в 2008 году прирост объема продаж составил 27%. Рост продаж в коммерческом сегменте в 2010 году по оценкам экспертов может не превысить и 10-12%.

Объем российского фармацевтического рынка по сегментам (млрд. руб.)



*Источник: ЦМИ «Фармэксперт»

ТОП-10 отечественных фирм на фармацевтическом рынке по стоимостному объему за I полугодие 2009 года

	Фирма	Доля, руб. 1П 2008 г.	Доля, руб. 1П 2009 г.	Прирост
1	ФАРМСТАНДАРТ	14,17%	14,78%	27%
2	ВЕРОФАРМ	4,36%	4,81%	34%
3	ВАЛЕНТА	5,21%	4,62%	8%
4	НИЖФАРМ	4,19%	4,34%	26%
5	МИКРОГЕН	2,57%	3,51%	66%
6	АКРИХИН	3,33%	2,72%	-1%
7	МАТЕРИА МЕДИКА	2,69%	2,54%	15%
8	СИНТЕЗ АКО	3,18%	2,03%	-23%
9	БИОТЭК МФПДК	2,37%	2,00%	3%
10	МОСКОВСКИЙ ЭНДОКРИННЫЙ ЗАВОД	1,84%	1,76%	16%



19/10/2009

Основные риски для российского фармацевтического рынка:

- Снижение реальных денежных доходов населения будет способствовать смещению потребительского спроса в сегмент более дешевых препаратов и снижению объема спроса в натуральном выражении.
- Высокая доля импортных препаратов (более 80%) на фармацевтическом рынке России.

Говоря о перспективах отечественного фармрынка можно отметить:

- В марте 2009 года Д. Медведев утвердил стратегию развития фармацевтической промышленности РФ на период до 2020 года. Согласно программе общий объем финансирования на весь период реализации программы составит 177 млрд. руб., в результате реализации которой ожидается увеличение доли продукции отечественного производства в общем объеме потребления на внутреннем рынке до 50% в стоимостном выражении к 2020 году.
- В ближайшее время (конец 2009-2010 гг.) основной драйвер роста отечественного фармацевтического рынка может быть переключен из коммерческого сегмента (за период 2006 – 2008 гг. составил около 75% от совокупного объема рынка) в сегмент государственных закупок. По оценкам «Фармэксперта» в случае реализации новых государственных программ лекарственного обеспечения, совокупный объем фармрынка России может вырасти в 2010 году на 18-20%.



19/10/2009

О Компании

Компания ОАО «Фармстандарт» - крупнейший отечественный производитель фармацевтической промышленности. Компания стабильно занимает лидирующие позиции на фармацевтическом рынке России и входит в десятку крупнейших российских производителей.

В период с 2004-2009 гг. разработано и внедрено около 40 новых лекарственных препаратов. В 2008 году Компания ввела 14 новых препаратов (9 ОТС – препаратов и 5 препаратов в сегменте Rx). В 2009 году планируется ввести 12 новых препаратов (10 ОТС и 2 Rx).

По итогам I полугодия 2009 года лидерами в структуре продаж стали: Велкейд (23%), Арбидол (15%), Пенталгин (10%), Милдронат (7%). Таким образом, более 50% всех продаж приходится лишь на 4 препарата. По сравнению с аналогичным периодом прошлого года наибольший прирост в стоимостном выражении показали препараты: Коделак (116%), Арбидол (44%), Компливит (42%), Пенталгин (37%).

Деятельность Группы охватывает следующие сегменты:

- производство и оптовая реализация фармацевтической продукции;
- дистрибуция импортных лекарственных средств;
- производство и оптовая реализация медицинского оборудования.

Производственная деятельность осуществляется на 5 заводах: в Курске, Томске, Уфе, Нижнем Новгороде и Тюмени. Шесть производственных линий ОАО «Фармстандарт-Лексредства» получили сертификаты соответствия международным стандартам EU GMP. Общий объем инвестиций ОАО «Фармстандарт» в модернизацию и развитие производства за период 2004-2008 гг. превысил 3 миллиарда рублей. В дальнейшем, мы ожидаем, что ОАО «Фармстандарт» продолжит осуществлять инвестиции в модернизацию производственных мощностей.

В 2008 году компания «Фармстандарт» стала владельцем 89,07% акций кипрской Donelle Company, которой принадлежит

Факторы роста для компании:

ОАО «Фармстандарт» - лидер отечественной фармацевтической отрасли. По итогам первого полугодия 2009 года на долю «Фармстандарта» пришлось около 15% всех производимых препаратов на территории России.

Помимо собственного производства препаратов «Фармстандарт» развивает направление дистрибуции импортных лекарственных препаратов. Так, по итогам первого полугодия 2009 года выручка от дистрибуции препарата «Велкейд» составила около 20% совокупной выручки. Продажи «Милдроната» составили 7% от общей выручки компании. Однако, учитывая неопределенность заключения таких контрактов в будущем, мы не учитываем их в нашей модели.

Расширение линейки брендов и ставка на развитие сегмента Rx-препаратов, по нашему мнению, должно положительно отразиться на финансовых показателях «Фармстандарта», кроме того, это позволит Компании активно участвовать в государственных программах лекарственного обеспечения и составить конкуренцию иностранным производителям.

Низкая долговая нагрузка и эффективная система управления затратами позволят компании генерировать положительный денежный поток и наращивать темпы роста выручки за счет приобретения новых активов и брендов и сделок в сфере M&A.



19/10/2009

российская компания «Афофарм», владеющая торговой маркой «Афобазол».

Также в январе 2008 года ОАО «Фармстандарт» заключило соглашение с АО «Гриндекс», в рамках которого «Фармстандарт» осуществляет эксклюзивные продажи и продвижение препарата «Милдронат», который за I полугодие вошел в пятерку лидеров продаж в общей структуре выручки «Фармстандарта».

В сентябре 2009 года гендиректор ОАО «Фармстандарт» заявило о том, что компания может объявить о ряде M&A до конца этого года.

Наиболее вероятным претендентом на покупку является компания «Валента», которая давно ищет инвестора. По данным ЦМИ «Фармэксперт» по итогам I полугодия 2009 года «Валента» вошла в тройку лидеров среди отечественных фармпроизводителей. Возможны различные варианты сделки: покупка одного из заводов «Валенты» - «Новосибхимфарма» (второй «Валента Фармацевтика»), приобретение части портфеля «Валенты», в частности таких брендов, как фенотропил и феназепам, покупка всей компании целиком. В данном случае, скорее всего, «Фармстандарт» интересуют не столько производственные мощности «Валенты», сколько диверсифицированный портфель брендов компании.

В сентябре 2009 года «Фармстандарт» объявил о создании с ЗАО «Фармацевтическая фирма «Лекко» совместного биотехнологического предприятия «Генериум». Проект реализуется компанией «Лекко» с 2007 года и уже производит препараты для лечения гемофилии, туберкулеза, рассеянного склероза, онкологических заболеваний и дефицита гормона роста. «Фармстандарт» был привлечен в проект с целью реализации программы импортозамещения лекарственных препаратов на отечественные. Инвестиции ЗАО «Фармацевтическая фирма «Лекко» и «Фармстандарт» в проект составят около 2 млрд. руб. По словам финдиректора «Фармстандарта» Елены Архангельской объем продаж совместного предприятия уже в этом году составит 388 млн. рублей, в 2010-м — 2,7 млрд., в 2013-м — 7,6 млрд. рублей. Успешная реализация данного проекта положительно отразится на финансовых результатах деятельности «Фармстандарта» и позволит наращивать рыночную долю, вытесняя иностранных производителей.

Основные риски для компании:

Замедление темпов роста российского фармацевтического рынка на фоне сокращения реальных денежных доходов населения, смещение потребительского спроса в сегмент более дешевых препаратов, а также сокращение потребления лекарственных препаратов в натуральном выражении. Кроме того, в I полугодии 2009 года наметилась тенденция сокращения потребления в сегменте безрецептурных препаратов. Среди 12 новых препаратов, которые ОАО «Фармстандарт» планирует выпустить в 2009 году, 5 – витамины, которые наряду с БАДами могут подвергнуться наибольшему сокращению спроса со стороны потребителей. Таким образом, все эти факторы могут негативно отразиться на темпах роста выручки компании.

Компания «Фармстандарт» выпускает более 200 наименований лекарственных препаратов, однако **более 50% общей выручки приходится на 4 лидирующих бренда**, два из которых – это продажи по дистрибутивным контрактам.

Через два года истекает срок действия патента на производство препарата «Арбидол», который в течение трех последних лет был лидером продаж в розничном сегменте на российском фармацевтическом рынке. Таким образом, возникает риск замены этого препарата аналогами, произведенными другими компаниями.

Усиление государственного регулирования ценообразования на отечественном фармрынке.



19/10/2009

Финансовые результаты:

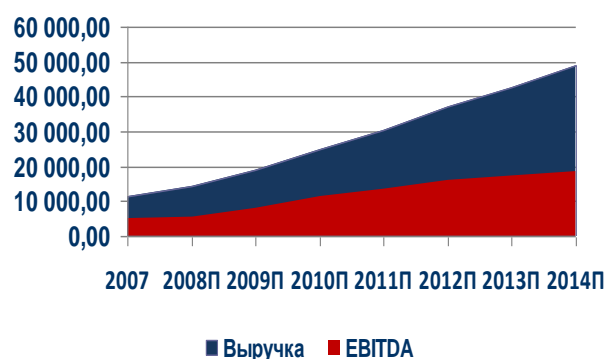
В период 2006-2008 гг. среднегодовой темп роста выручки ОАО «Фармстандарт» составил около 36,5%. За первое полугодие 2009 года совокупная выручка Компании увеличилась на 62% до 10 062 млн. руб. Выручка в сегменте безрецептурных препаратов выросла на 33%, выручка в сегменте препаратов Rx увеличилась более чем в 3 раза. Главным драйвером роста выручки стали продажи препарата Велкейд. Однако, несмотря на то, что продажи «Велкейда» позволили «Фармстандарту» продемонстрировать рост выручки, вдвое опережающий среднерыночный показатель, валовая рентабельность его продаж составила около 4%, что в результате привело к размытию валовой рентабельности продаж компании. Которая снизилась по итогам первого полугодия 2009 года до 47% по сравнению с 58% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года.

Необходимо отметить эффективную систему управления издержками в Компании. ОАО «Фармстандарт» удалось сократить коммерческие и административные расходы, за счет снижения затрат на оплату труда и рекламу. В результате EBITDA в I полугодии 2009 года выросла на 51% до 3952 млн. руб., рентабельность EBITDA составила 39,3%.

Кроме того, первое полугодие 2009 года ОАО «Фармстандарт» завершило с чистой денежной позицией. Сокращение совокупного долга привело к снижению процентных расходов на 60% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В результате чистая прибыль компании увеличилась на 47% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года до 2 588 млн. руб.

Показатели, млн. руб.	2008	2009 Е	2010 П
Выручка	14335,87	19089,13	24865,43
Темпы роста выручки	26,07%	33,16%	30,26%
Валовая прибыль	8758,40	10689,13	14454,09
Валовая рентабельность	61,09%	56,00%	58,13%
ЕБИТДА	5524,11	8066,42	11332,82
Рентабельность EBITDA	38,53%	42,26%	45,58%

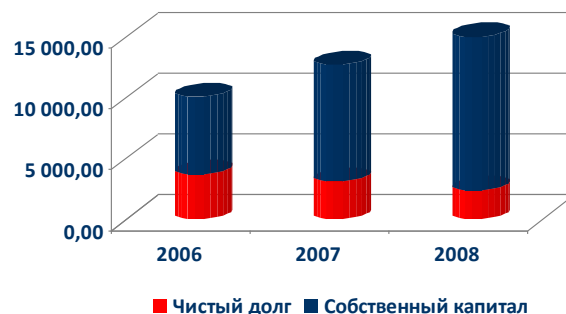
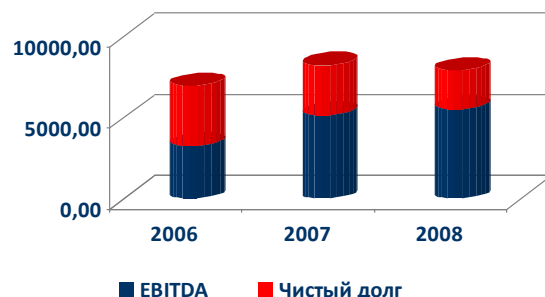
Основные акционеры		
31 декабря	2008	2007
Augment Investments Limited (В. Харитонин)	54,20%	56,70%
Free Float	45,80%	43,30%
GDR	27,50%	25,00%
Local shares	18,30%	18,30%



19/10/2009

Прогноз финансовых показателей и оценка стоимости акций

При прогнозе финансовых результатов мы исходили из среднегодовых темпов роста отечественного фармацевтического рынка около 15%. При прогнозе выручки мы не учитывали возможные дистрибутивные контракты «Фармстандарта» в виду их высокой неопределенности. Кроме того, учитывая тенденцию сокращения потребительского спроса в сегменте безрецептурных препаратов, мы предполагаем постепенное увеличение доли выручки от продаж препаратов Rx-сегмента в общей структуре выручки «Фармстандарта» с 70% до 55% в период до 2014 года.



Показатели, млн. руб.	2007	2008	2009 E	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Выручка	11371,35	14335,87	19089,13	24865,43	30547,18	36978,17	42719,69	49150,94
Темпы роста выручки	33,42%	26,07%	33,16%	30,26%	22,85%	21,05%	15,53%	15,05%
Валовая прибыль	6851,60	8758,40	10689,13	14454,09	17793,29	21418,42	23814,59	26275,77
Валовая рентабельность	60,25%	61,09%	56,00%	58,13%	58,25%	57,92%	55,75%	53,46%
ЕБИТДА	5141,19	5524,11	8066,42	11332,82	13718,41	16222,48	17365,79	18737,68
Рентабельность ЕБИТДА	45,21%	38,53%	42,26%	45,58%	44,91%	43,87%	40,65%	38,12%



19/10/2009

Для оценки применялся метод **дисконтирования денежных потоков**:

Показатели, млн. руб.	2007	2008	2009Е	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
ЕВИТ	4 613,59	4 920,11	7 431,61	10 636,41	12 960,38	15 401,22	16 479,67	17 815,81
Налог на прибыль	1058,71	1184,38	1759,59	2540,80	3106,83	3696,29	3955,12	4275,79
Амортизация	527,60	604,00	634,81	696,42	758,03	821,26	886,12	921,87
Капиталовложения	484,13	672,20	570,00	570,00	570,00	600,00	600,00	600,00
Изменение рабочего капитала	2208,72	644,42	2776,14	2606,84	2564,17	2902,30	2591,15	2902,43
Приведенный FCF			2960,69	4836,25	5546,80	5765,41	5623,58	5194,19

Основные предположения	
Стоимость долга	7,03%
Темпы роста в постпрогнозный период	3,00%
Вес долга	4,16%
Стоимость акционерного капитала	16,50%
Вес акционерного капитала	95,84%
WACC	16,11%

Совокупная стоимость акционерного капитала, млн. руб.	74966,49
Количество обыкновенных акций в обращении, млн. шт.	37,79
Количество привилегированных акций в обращении, млн. шт.	
Эквивалент обыкновенных акций в обращении, млн. шт.	37,79
Прогнозируемая стоимость обыкновенной акции, руб.	1983,63
Потенциал роста	28%

На основании проведенного анализа мы считаем справедливой ценой на конец года для обыкновенных акций ОАО «Фармстандарт» **1983,63 руб.** за штуку, что предполагает потенциал роста **28%**, и присваиваем рекомендацию **«покупать»**.



19/10/2009

Настоящий материал был подготовлен специалистами аналитического отдела ИГ «УНИВЕР». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением специалистов аналитического отдела ИГ «УНИВЕР». Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. Компания и ее сотрудники не несут ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и Компания оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления. Компания, ее сотрудники и аффилированные лица могут в некоторых случаях покупать, продавать (иметь короткие или длинные позиции) или держать ценные бумаги эмитентов, упомянутых в материале. Компания также может периодически выступать в качестве инвестиционного консультанта компаний, информация о которых содержится в данной публикации, либо предлагать свои услуги в сфере инвестиционного консалтинга этим компаниям.

Компания осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется.

Компания обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта. Распространение, копирование и изменение материалов Компании не допускается без получения предварительного письменного согласия Компании. Дополнительная информация предоставляется на основании запроса

ООО «УНИВЕР Капитал»

Центральный офис:

123317, г. Москва, Пресненская наб., д.10, Блок Б

Телефон/факс: +7 (495) 792-555-0

Бесплатная линия: 8-800-700-555-0

E-mail: univer@univer.ru

Интернет-сайт: www.univer.ru

Представительства:

344002, г. Ростов-на-Дону, пр-т Буденновский 26/57, офис 10, 13

Телефон: (863) 269-58-25, 269-54-08

E-mail: rostov@univer.ru

420021, г. Казань, ул. Парижская Коммуна, д. 25, офис 300

Телефон: (843) 240-40-35

E-mail: kazan@univer.ru

410004, г. Саратов, ул. Чернышевского д. 60/62 «А», 3 этаж

Телефон: (8452) 34-44-44, 45-96-92

E-mail: saratov@univer.ru

