

Фармстандарт

Повышение прогнозов на фоне высокой рентабельности

В данном обзоре мы пересмотрели нашу модель по компании «Фармстандарт» с учетом финансовых результатов за 2007 год.

Мы повышаем нашу целевую цену по акциям компании на 5% с \$ 21.25 до \$ 22.25. С учетом отсутствия потенциала (-5%) роста котировок акций Фармстандарта до нашей целевой цены, мы сохраняем нашу рекомендацию «продавать».

- Продажи компании за 2007 год увеличились на 42% и составили \$ 445 млн. Рост выручки был обусловлен как органическим ростом, так и эффектом от приобретения Мастерлека (рост выручки про-форма составил 29%). Основными драйверами роста выручки фармацевтических препаратов стали продажи основных ОТС-брендов, таких как Арбидол, Флюкост, а также продажи RX-препаратов, таких как Фосфоглив, Амиксин, Биосулин. Следует также отметить высокий рост продаж медицинского оборудования.
- Валовая рентабельность компании выросла с 58 до 60.3%, что превысило наши ожидания (58.3%). Основными драйверами роста стали увеличение доли брендированных препаратов в выручке, перенос производства Арбидола и Флюкостата на завод Фармстандарта в Курске, что снизило их себестоимость, а также значительное улучшение маржи в сегменте «Медицинское оборудование».
- Рентабельность EBITDA составила 42.9% (или 43.9%, если скорректировать на одноразовые расходы, связанные с IPO) против нашего прогноза – 38.8%.
- Мы скорректировали нашу модель по компании и повысили наши прогнозы по EBITDA на 7-12%.
- Мы также скорректировали наши прогнозы по изменению рабочего капитала, что частично нивелировало положительный эффект от повышения рентабельности.

Акции

Потребительский сектор

Мухамеджанова Сабина

Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Динамика акций



Основные данные

Код LSE	PHST LI
Цена акции \$	23.40
Капитализация млн. \$	3 537
EV млн. \$	3 663
Целевая цена \$	22.25
Потенциал %	-5%
Рекомендация	Продавать

Финансы и прогнозы

в млн. \$	2006	2007	2008П
Выручка	314	445	567
ЕБИТДА	120	191	254
Прибыль	70	126	166
EV/ЕБИТДА	30.6	19.2	14.4
EV/S	11.7	8.2	6.5
P/E	50.6	28.0	21.3
Рентабельность			
По EBITDA	38.2%	42.9%	44.8%
Чистая	22.3%	28.4%	29.3%

Акционеры

	Доля%
Augment Investments Ltd	56.7%
free float	43.3%

Финансовые результаты Фармстандарта за 2007 год

\$ млн	2006 ПФ	2007	изм. %
Фармацевтические препараты	301	382	27%
ОТС	248	322	30%
RX	49	58	18%
другое	5	2	-53%
Медицинское оборудование	44	63	43%
Всего	345	445	29%

\$ млн.	2006	2007	изм.%	2007 БМ	откл. %	2006 ПФ	2007	изм.%
Продажи	314.1	445.0	41.7%	446.0	0%	345.5	445.0	28.8%
Валовая прибыль	182.1	268.2	47.2%	260.1	3%	192.8	268.2	39.1%
Валовая рентабельность	58.0%	60.3%		58.3%		55.8%	60.3%	
S&D расходы	46.7	63.6	36.2%	74.3	-14%	50.5	63.6	26.0%
S&D % от продаж	14.9%	14.3%		16.7%		14.6%	14.3%	
G&A расходы	18.4	22.3	21.3%	25.2	-12%	20.2	22.3	10.3%
G&A % от продаж	5.9%	5.0%		5.7%		5.9%	5.0%	
Операционная прибыль*	109.4	180.6	65.1%	150.3	20%	122.1	180.6	47.9%
Операционная рентабельность	34.8%	40.6%		33.7%		35.3%	40.6%	
ЕБИТДА	120.0	191.1	59.3%	173.2	10%	128.8	191.1	48.3%
Рентабельность ЕБИТДА	38.2%	42.9%		38.8%		37.3%	42.9%	
ЕБИТДА**	125.8	195.5	55.5%					
Рентабельность ЕБИТДА*	40.0%	43.9%						
Чистая прибыль	75.0	127.7	70.2%	100.3	27%	73.9	127.7	72.7%
Чистая рентабельность	23.9%	28.7%		22.5%		21.4%	28.7%	

* - с учетом прочих расходов

** - без учета однократных расходов

ПФ – Про-форма (в случае если Мастерлек был бы консолидирован с 01.01.2006)

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

Выручка

- Выручка фармацевтической компании увеличилась на 42 % и составила \$ 445 млн. Рост выручки был обусловлен как органическим ростом, так и эффектом от приобретения Мастерлека в прошлом году, который был консолидирован во второй половине 2006 г. Рост выручки про-форма (в случае если Мастерлек был бы консолидирован с 01.01.2006) составил 29 %.
- Основными драйверами роста выручки фармацевтических препаратов стали продажи основных ОТС-брендов, таких как Арбидол (+56 % по ПФ), Флюкостат (+16 %), а также продажи RX-препаратов, таких как Фосфоглив (+41 %), Амиксин (+14 %), Биосулин (+140 %). Следует также отметить высокий рост продаж медицинского оборудования (+42 %), что связано с участием Фармстандарта в федеральном тендере по поставке стерилизаторов, на который пришлось около \$ 18 млн выручки.
- В 2007 г. Фармстандарт запустил 10 новых препаратов, доля которых в выручке составила 3 %.

Рентабельность

- Валовая рентабельность компании выросла с 58 до 60.3 %, что объясняется следующими факторами:
 - Увеличение доли брендированных препаратов в выручке. Особенно заметный рост наблюдался в сегменте RX-препаратов (с 77 до 82 % от продаж всех RX). Это связано с ростом продаж таких ЛП, как Фосфоглив, Биосулин и Растан.

Доля от выручки	2005	2006 ПФ	2007
Фармацевтические препараты	82.2%	87.2%	85.9%
ОТС (% от продаж фармацевт. препаратов)	83.5%	82.2%	84.3%
Брендируемые (% от ОТС)	83.9%	89.7%	91.7%
Небрендируемые (% от ОТС)	16.1%	10.3%	8.4%
RX (% от продаж фармацевт. препаратов)	15.7%	16.3%	15.1%
Брендируемые (% от RX)	60.0%	77.0%	81.9%
Небрендируемые (% от RX)	40.0%	23.0%	18.1%
другое	0.8%	1.5%	0.6%
Медицинское оборудование	17.8%	12.8%	14.1%

- Синергетический эффект от приобретения Мастерлека, производство основных брендов которого – Арбидола и Флюкостата – было перенесено на завод Фармстандарта в Курске, что снизило их себестоимость. В результате валовая рентабельность Арбидола (составляет 24 % от продаж всех фармацевтических препаратов) увеличилась с 46 до 60 %, а Флюкостата (5 % от продаж фармацевтических препаратов) – с 58 до 90 %.
- В 2007 г. Фармстандарт также значительно улучшил валовую маржу в сегменте «Медицинское оборудование» – с 33 до 45 % (по нашим оценкам).
- Рентабельность EBITDA увеличилась на 470 б. п., что объясняется как ростом валовой рентабельности, так и снижением доли коммерческих и административных расходов к выручке. Снижение доли административных расходов также обусловлено синергией от интеграции Мастерлека в Группу.

Следует отметить, что мы ожидали довольно высокий показатель по доле коммерческих расходов к выручке (16.7 %) главным образом за счет роста расходов на рекламу: в 2007 г. Фармстандарт довольно активно промоутировал свои бренды – Арбидол, Флюкостат и Пенталгин. Однако по итогам 2007 г. компании удалось даже снизить этот показатель с 14.9 до 14.3 %. Более того, доля расходов на рекламу уменьшилась с 7.8 до 6.6 %.

По итогам 2007 г. Фармстандарт увеличил количество своих медицинских представителей до 343 человек (с 284 в 2006 г.).

- Если скорректировать значение EBITDA за 2007 год на одноразовые расходы, связанные с проведением IPO, то рентабельность EBITDA составит 43.9 %.

Положение на рынке

- По итогам 2007 г. Фармстандарт занял 3-е место по объемам продаж на фармацевтическом рынке России с долей 3.5 % (против 3.1 % в 2006 г.). Компания также стала лидером в коммерческом сегменте рынка с долей 4.6 %.
- Арбидол стал самым продаваемым брендом на рынке. Доля Арбидола в АТС-сегменте увеличилась с 32 до 35 %.
- В 2007 г. компания запустила 10 новых препаратов на рынок, среди них Биосулин (препарат человеческого генно-инженерного инсулина) и Растан.

По данным Фармэксперта, поставки Биосулина по программе ДЛО увеличились почти в 2 раза, в то время как Растан (первый отечественный гормон роста) способен переориентировать на себя большую часть поставок препаратов соматотропина, так как одним из его главных конкурентных преимуществ является разница в цене по сравнению с импортными ЛС.

Основные изменения в модели ДДП и прогнозы

\$ млн.	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П	CAGR 08-10	CAGR 08-13
Выручка									
старый прогноз	446	567	694	813	916	1009	1084	22.2%	16.0%
новый прогноз	445	567	694	814	917	1011	1087	22.3%	16.0%
изм.	-0.2%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%		
ЕВITDA									
старый прогноз	173	225	279	330	374	418	450		
новый прогноз	191	254	308	361	407	450	482		
изм.	10.3%	12.6%	10.7%	9.2%	8.7%	7.7%	7.2%		
Валовая рентабельность									
старый прогноз	58.3%	59.6%	60.3%	61.0%	61.2%	61.4%	61.4%		
новый прогноз	60.3%	61.2%	61.3%	61.4%	61.4%	61.5%	61.6%		
изм.	1.9%	1.6%	1.0%	0.4%	0.2%	0.1%	0.1%		
Коммерческие расходы, % от выручки									
старый прогноз	16.7%	17.0%	16.7%	16.6%	16.4%	16.0%	15.9%		
новый прогноз	14.3%	14.8%	14.8%	14.8%	14.6%	14.6%	14.7%		
изм.	-2.4%	-2.3%	-1.8%	-1.8%	-1.7%	-1.4%	-1.2%		
Административные расходы, % от выручки									
старый прогноз	5.7%	5.1%	4.9%	4.7%	4.6%	4.4%	4.3%		
новый прогноз	5.0%	4.6%	4.4%	4.2%	4.1%	3.9%	3.8%		
изм.	-0.6%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	-0.5%		
Рентабельность EBITDA									
старый прогноз	38.8%	39.7%	40.2%	40.6%	40.9%	41.4%	41.5%		
новый прогноз	42.9%	44.8%	44.4%	44.3%	44.3%	44.5%	44.4%		
изм.	4.1%	5.1%	4.3%	3.7%	3.5%	3.1%	2.9%		

- Мы повысили наши прогнозы по валовой рентабельности Фармстандарта на 2008-2010 гг., что связано с более высоким ростом продаж брендированных препаратов, чем мы прогнозировали.

Мы прогнозируем, что валовая рентабельность увеличится в 2008 г. за счет переноса производства Амиксина (3 % от продаж фармацевтических препаратов) на завод в Томске, запуска производства Арбидола в новой форме, а также благодаря увеличению доли сложных рецептурных ЛС. В дальнейшем мы не ожидаем существенного роста рентабельности компании.

- Мы снизили долю коммерческих расходов от выручки в среднем на 120-240 б. п.

Тем не менее, мы считаем, что в 2008 г. будет наблюдаться рост доли расходов, в основном за счет увеличения команды продаж. В 2008 г. компания собирается довести это значение до 430 человек.

- Мы немного снизили долю административных расходов (на 50 б. п.)
- Исходя из анализа отчетности МСФО, мы пересмотрели в сторону понижения наши прогнозы по прочим операционным расходам, которые большей частью относятся к неденежным списаниям одноразового характера.
- В результате наш прогноз рентабельности EBITDA поднялся на 300-500 п.п.
- Мы также скорректировали наш прогноз изменения рабочего капитала, что частично нивелировало положительный эффект от повышения рентабельности.

В 2007 г. оборачиваемость кредиторской задолженности компании (в днях) снизилась.

Модель ДДП

Прогноз денежного потока

в млн. \$	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	567	694	814	917	1 011	1 087
Темп роста (%)	27%	22%	17%	13%	10%	7%
ЕБИТДА	254	308	361	407	450	482
Рентабельность (%)	44.8%	44.4%	44.3%	44.3%	44.5%	44.4%
ЕБИТ	231	285	337	382	425	457
Рентабельность (%)	40.8%	41.0%	41.4%	41.7%	42.0%	42.1%
-Налоги на ЕБИТ	56	68	81	92	102	110
НОРАТ	176	217	256	290	323	347
+ Амортизация	23	23	24	25	25	25
- Капвложения	-28	-28	-28	-28	-28	-28
(Увеличение)/Уменьшение об. капитала	-49	-56	-52	-45	-41	-33
Чистый денежный поток	121	156	199	242	279	312

Основные предположения

WACC	11.5%
Конечный темп роста	4.0%
Ставка налогообложения	24%

Расчет WACC

Риск рынка акций	4.0%
Риск эмитента	0.0%
Целевой уровень D/(D+E)	10.0%
Бета*	1.50
Бета с учетом долга	1.63
Безрисковая ставка**	5.5%
Стоимость капитала	12.0%
Стоимость долга	8.5%
Ставка налога на прибыль	24.0%
Стоимость долга после налогов	6.5%
WACC	11.5%

Оценка DCF

Дисконтированный денежный поток	959
Конечная стоимость	4 350
Приведенная конечная стоимость	2 530
Стоимость денежных потоков	3 489
Текущий чистый долг (наличность)	125
Чистая стоимость компании	3 363
Количество акций (млн.)	151
Стоимость за ГДР	22.25

Анализ чувствительности

		Ставка дисконтирования (WACC)						
		8.5%	9.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%	14.5%
Конечный темп роста (%)	5.5%	48.87	37.85	31.22	26.77	23.56	21.13	19.21
	5.0%	42.48	34.12	28.77	25.03	22.26	20.11	18.40
	4.5%	37.72	31.14	26.73	23.54	21.12	19.21	17.67
	4.0%	34.02	28.71	25.00	22.25	20.12	18.41	17.01
	3.5%	31.07	26.69	23.53	21.12	19.23	17.69	16.41
	3.0%	28.67	24.98	22.25	20.13	18.43	17.03	15.86
	2.5%	26.66	23.52	21.13	19.24	17.71	16.44	15.36

* - Для голубых фишек - 1, для ликвидного второго эшелона -1.5, для низколиквидных бумаг -2

** - Средняя доходность к погашению еврооблигаций Россия-30 за 12 месяцев

Отчет о прибылях и убытках

в млн. \$	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Выручка	201	314	445	567	694	814	917	1 011	1 087
Операционные расходы	140	194	244	313	386	453	511	562	604
Амортизация	6	10	21	23	23	24	25	25	25
Операционная прибыль	54	109	181	231	285	337	382	425	457
ЕБИТДА	61	120	191	254	308	361	407	450	482
Чистые процентные расходы	3	10	11	10	9	8	7	6	6
Прочие расходы (доходы)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прибыль до налогов	51	100	169	221	276	329	375	418	451
Налоги на прибыль	15	24	41	53	66	79	90	100	108
Доля миноритариев	4	5	1	2	2	3	3	3	4
Чистая прибыль	32	70	126	166	207	247	282	314	339

Баланс

в млн. \$	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Денежные средства и эквиваленты	8	7	8	107	243	425	650	918	1 220
Дебиторская задолженность	64	128	170	217	265	311	351	387	415
Запасы	36	53	72	89	109	127	144	158	169
Прочие оборотные активы	35	19	24	24	24	24	24	24	24
Основные средства	116	144	150	156	161	165	168	171	174
Прочие внеоборотные активы	30	171	199	199	199	199	199	199	199
Итого активы	289	523	623	792	1 001	1 251	1 536	1 857	2 202
Кредиторская задолженность	97	79	43	58	71	83	93	102	110
Краткосрочный долг	20	13	53	52	51	50	49	48	47
Прочие краткосрочные обязательства	18	13	10	10	10	10	10	10	10
Долгосрочный долг	-	134	80	67	54	44	34	29	24
Прочие долгосрочные обязательства	17	43	46	46	46	46	46	46	46
Капитал и резервы	136	241	391	559	769	1 019	1 304	1 622	1 964
Итого пассивы	289	523	623	792	1 001	1 251	1 536	1 857	2 202

Отчет о движении денежных средств

в млн. \$	2005	2006	2007	2008 П	2009 П	2010 П	2011 П	2012 П	2013 П
Операционная прибыль	54	109	181	231	285	337	382	425	457
Налоги на прибыль	- 15	- 24	- 41	- 53	- 66	- 79	- 90	- 100	- 108
Амортизация	6	10	21	23	23	24	25	25	25
Изменение оборотного капитала	49	100	- 59	- 49	- 56	- 52	- 45	- 41	- 33
Выплата процентов	- 3	- 10	- 11	- 10	- 9	- 8	- 7	- 6	- 6
Денежные потоки от операций	91	185	90	142	177	222	264	302	335
Капиталовложения	- 31	- 204	- 59	- 28	- 28	- 28	- 28	- 28	- 28
Прочие доходы (инвестиции)	31	218	60	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от инвестиций	- 14	1	- 28	- 28	- 28	- 28	- 28	- 28	- 28
Свободные денежные потоки	91	199	91	113	150	193	237	274	307
Изменение долга	-	127	- 14	- 14	- 14	- 11	- 11	- 6	- 6
Дивиденды	- 9	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистые денежные потоки	82	326	77	99	136	182	226	268	301

Аналитический департамент
Тел: +7 495 624 00 80
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822
Bank of Moscow Research@mmbank.ru

Директор департамента
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Начальник управления анализа рынка акций
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Экономика
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Нефть и газ
Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт
Лямин Михаил
Lyamin_MY@mmbank.ru

Телекоммуникации
Мусиенко Ростислав
Musienko_RI@mmbank.ru

Химическая промышленность
Волов Юрий
Volov_YM@mmbank.ru

Банковский сектор
Хамракулов Дмитрий
Hamrakulov_DE@mmbank.ru

Стратегия
Тремасов Кирилл
Tremasov_KV@mmbank.ru

Веденеев Владимир
Vedeneev_VY@mmbank.ru

Электроэнергетика
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Металлургия
Скворцов Дмитрий
Skvortsov_DV@mmbank.ru

Потребительский сектор
Мухамеджанова Сабина
Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru

Начальник отдела анализа рынка облигаций
Федоров Егор
Fedorov_EY@mmbank.ru

Кредитный анализ
Михарская Анастасия
Mikharskaya_AV@mmbank.ru

Стратегия
Ковалева Наталья
Kovaleva_NY@mmbank.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютные точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.