

## **Фармацевтический сектор: у кого «густо», у кого «пусто»**

Фармацевтический сектор на сегодняшний день является одним из самых привлекательных в потребительской отрасли. Он всегда обеспечен спросом. Высокая рентабельность производства и высокие розничные наценки на препараты, которые пока безуспешно пытается контролировать государство, обеспечивают высокий уровень прибыли и повышают спрос среди инвесторов. Это же является основой роста конкуренции среди производителей. Так, ряд иностранных фармацевтических компаний рассматривают планы строительства и расширения своих производственных мощностей на территории России.

Все же мы считаем, что российские фармацевтические компании имеют существенные возможности для роста, несмотря на высокий уровень конкуренции. Основной тенденцией развития может стать укрупнение ведущих производителей с помощью M&A, а также увеличение доли рынка. На сегодняшний день пять лидирующих в России производителей занимают долю рынка лишь 20%.

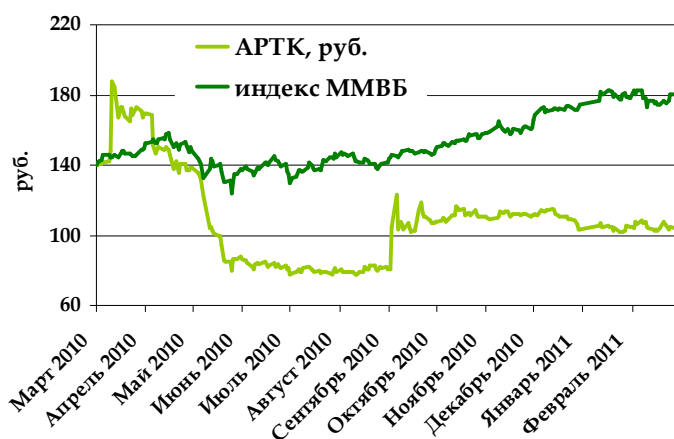
Насколько позитивно обстоят дела у производителей медикаментов, настолько тяжелое положение сложилось у ведущих аптечных сетей в связи со снижением покупательской способности населения в 2008-09 гг., которая полностью не восстановилась до сих пор. На наш взгляд, ужесточение госконтроля и возможная отмена льгот для аптечных сетей резко снижают перспективы восстановления и без того тяжелого положения аптечных сетей, но одновременно убирают возможность использования многослойной посреднической системы поставок лекарств в аптеки, в разы повышающей стоимость препаратов для потребителей.

Мы оценили перспективы роста крупнейших публичных фармацевтических компаний России, «Аптечной сети 36,6» и «Фармстандарта»

## Аптечная сеть 36,6

### Аптечная сеть 36,6, ао

Рекомендация	<b>ПРОДАВАТЬ</b>
Тикер (РТС)	АРТК
Справедливая цена, руб	82,40
Текущая цена, руб.	104,5
Потенциал роста	<b>-21,1%</b>
Капитализация, млн. \$	386



ОАО «Аптечная сеть 36,6» – первая публичная российская компания сектора розничной торговли товарами для здоровья и красоты. Под управлением компании на сегодняшний день находится 998 аптек на территории страны. Также в ее структуру входит один из крупнейших российских фармацевтических производителей ОАО «Верофарм».

С 2008 года компания продолжает показывать отрицательные результаты. В 2009-м году убытки компании составили \$11,3 млн., при значении годовой выручки в размере \$663 млн. (снижение на 34% по сравнению с 2008-м годом). От результатов 2010-го года мы также пока не ожидаем положительного денежного потока.

В 2010-м году компания провела ряд мер для повышения рентабельности. Снижены цены на часть продукции для привлечения покупателей в попытке компенсировать потери за счет увеличения выручки с каждой аптеки. Закрываются убыточные «точки».

Эти меры дали свой результат, но пока недостаточный для получения прибыли. В течение 2010-го года были закрыты порядка 120 аптек, в 2011-м году компания

планирует закрыть еще 30 аптек и открыть около 100. Мы считаем, что число открытых в 2011-м году вряд ли значительно превысит число закрытых. По результатам отчетности за I полугодие 2010-го года, компании удалось достичь положительных результатов, снизив расходы на 21%. Выручка сети упала на 15% по отношению к I полугодью 2009-го года, составив 9,7 млрд. рублей, валовая прибыль при этом снизилась всего на 8%. **Основной показатель компании – выручка в розничном сегменте, снизилась на 23,9%**, что ниже динамики рынка. В среднем по сегменту снижение составило около 10,5%. Операционная прибыль выросла со значения 571 до 633 млн. рублей, чистый убыток составил по итогам полугодия 546 млн. рублей, показав снижение на 9%.

Результаты компании демонстрируют положительную динамику в виде снижения убытков, благодаря оптимизации управления над расходами, но **темпы восстановления выручки остаются крайне низкими.**

Данные операционной деятельности в III-м квартале зафиксировали продолжение снижения показателей розничной торговли на 3,3% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. **Это произошло на фоне роста консолидированной выручки на 6,3%, в основном, за счет высоких темпов роста подразделения компании «ВЕРОФАРМ» и продаж в непрофильных сегментах.**

По заявлению руководства, аптечная сеть ожидает в 2011-м году рост выручки от розничной торговли на 21-22% до 18 млрд. рублей. Исходя из ожиданий, выручка в 2010-м году должно составить порядка 14,8 млрд. рублей. С учетом опубликованной отчетности аптечной сети за 9 месяцев 2010-го года, выручка за IV-й квартал должна составить около 4,5 млрд. рублей, что выше значений выручки в предыдущие 3 квартала на 30%. На наш взгляд, реальный размер роста выручки в конце года от розничных продаж должен составить не больше 15-20% за счет открытия новых аптек и закрытия нерентабельных.

Отрицательным фактором является задолженность компании, которая по результатам I полугодия 2010 года из-за реструктуризации задолженности и привлечения средств на пополнение оборотного капитала, достигла критически высоких значений – 7,9 млрд. рублей. **Долг увеличился на 68% по сравнению с показателем на конец II-го квартала 2009-го года.** Соотношение чистого долга к EBITDA составило 8,6.

05 марта 2011 г.

Тревожной становится тенденция по увеличению исковых заявлений о признании банкротом ОАО «Аптечная сеть 36,6» по причине непогашения перед партнерами задолженности. В июле 2010-го года компании уже удавалось решить вопрос мирным путем, погасив задолженность перед частью кредиторов. В декабре состоялось слушание по новому иску, которое перенесено на 28 февраля 2011 года. Суть претензий истца пока не озвучена, но, на наш взгляд, причина аналогична предыдущим. Хотя иски не носят характер угрозы для компании, они служат свидетельством наличия просроченной задолженности, недостатка оборотных средств и отрицательно сказываются на деловой репутации аптечной сети как заемщика и партнера.

Другим неприятным фактором, не только для «Аптеки 36,6», но и для сектора в целом стало недавнее выражение озабоченности Главой Федеральной налоговой службы Михаилом Мишустинным, что налоговая нагрузка у компаний этой отрасли крайне низка. **Возможное увеличение налоговой нагрузки может негативно сказаться на денежных потоках компании в случае перехода сети на получение положительных значений чистой прибыли в последующие годы.**

На наш взгляд, акции компании обладают категорией риска выше среднего, поэтому мы не ожидаем роста цен на бумаги в среднесрочной перспективе. Планы компании по открытию в течение нескольких лет 200-250 аптек, на наш взгляд, завышены, если учесть уже существующий размер долга компании и стоимость его обслуживания в ближайшие годы. Для открытия аптек в таком количестве необходимы будут значительные капиталовложения, источником которых могут стать преимущественно заемные средства из-за отсутствия текущей прибыли компании. При построении денежного потока мы учли, что число открытых аптек в ближайшие годы будет примерно равно числу закрытых, т.е. мы ожидаем сохранения количества «точек» на прежнем уровне.

Согласно ДДП группы «Аптечная сеть 36,6», справедливая стоимость одной акции составляет 82,40 рублей, т.е. ниже рыночной стоимости на 21,1%.