



PROTEK
group of companies

Анализ Группы компаний «ПРОТЕК»

Фин. аналитики:

- Александр Бережный
- Анастасия Журавлева
- Антон Бубенов
- Дарья Темногрудова
- Динара Абдуллаева
- Роман Солдатенко

Введени е

Краткая характеристика Компании

Стратегия Компании

Организационная структура Группы

Особенности бизнес-процессов Компании

Обзор фармацевтического рынка РФ

Основные конкуренты Компании

ОАО «Катрен»

- Крупнейший российский фармацевтический дистрибьютор
- Доля рынка дистрибуции лекарственных препаратов – 18,4%
- География работы – 85 субъектов РФ
- Непубличная компания

ПАО «Аптечная сеть 36,6»

- Крупнейшая сеть аптек (включая AVE-group и A5)
- Доля рынка розничных продаж лекарственных препаратов – 5,8%
- Проводит агрессивную политику M&A
- Публичная компания (MOEX: PRTK)

ПАО «Фармстандарт»

- Одна из ведущих фармацевтических компаний в России
- Доля рынка российских лекарственных препаратов – 6%
- С 29.11.2016 - непубличная компания (ранее MOEX: PHST и LSE: PHSTI)

ПАО «Отисифарм»

- Крупнейшей в России производитель безрецептурных препаратов
- Образована в результате выделения из компании Фармстандарт в 2013 г
- Доля рынка российских лекарственных препаратов – 7,4%
- Публичная компания (MOEX: OTCP)

« 3а »

« Против »

SWOT-анализ компании «Протек»

Анализ структуры имущества компании

Выводы по структуре

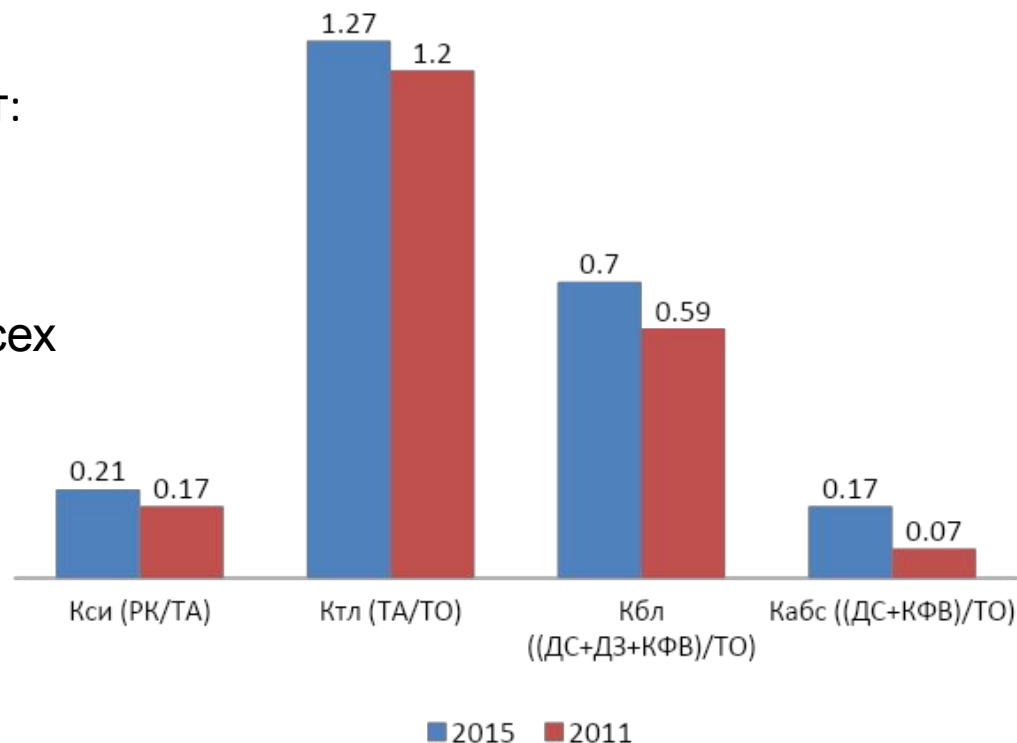
Анализ и оценка риска утраты ликвидности компании

Оценка ликвидности (коэффициентный анализ)

Динамика основных показателей (график 1)

Выводы по итогам анализа за 5 лет:

1. ТА всегда превышали ТО.
2. С 2013 года наблюдается рост всех показателей ликвидности.
3. Средний уровень РК в 12 раз превышал минимальный необходимый уровень РК.



4. Длительность оборота ТО в период 2011 – 2014 года составила в среднем 136 дней.

В 2015 году длительность оборота ТО составила 169 дней, что требует дополнительного финансирования в объеме 19 млрд. руб.

РК 2015 – 19,4 млрд. руб., ДС и краткосрочные выданные займы 18,2 млрд. руб.

Сравнение основных показателей ликвидности
(график 2)



5. При сохранении рыночных условий на уровне 2015 года, вероятность потери компанией ликвидности в краткосрочной перспективе минимальна.

6. Существует вероятность роста основных показателей ликвидности по итогам 2016 года.

7. Инвестирование в акции компании в краткосрочном периоде практически не имеет рисков с т.з. ликвидности. В случае инвестирования на срок более года, необходимо проводить текущий анализ ликвидности, включая анализ промежуточной неаудированной отчетности.

Анализ и оценка финансовой устойчивости компании

Соотношение запасов и источников их формирования

$ЗЗ < РК$

Абсолютная финансовая устойчивость

$РК < ЗЗ < НИФЗ$

Нормальная финансовая устойчивость

$ЗЗ > НИФЗ$

Неустойчивое финансовое положение

$ЗЗ >> НИФЗ$

Кризисное финансовое положение



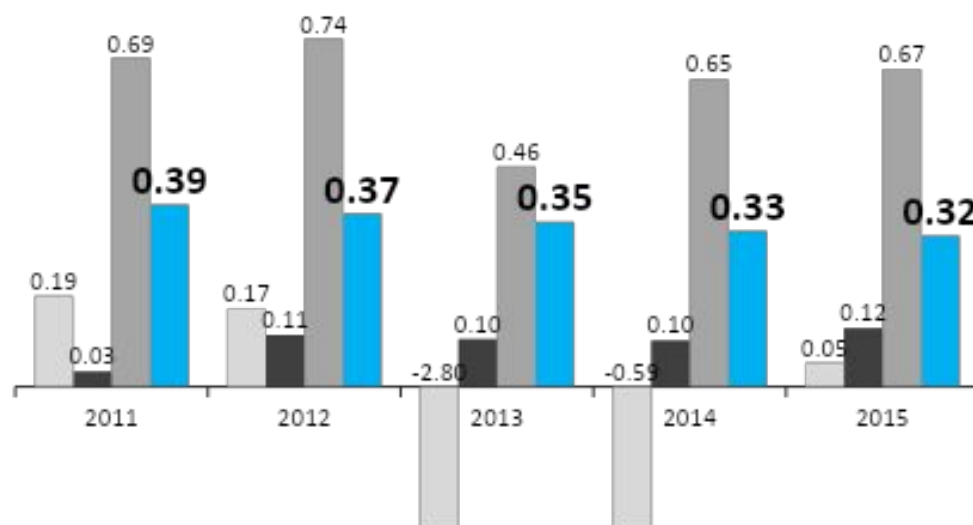
PROTEK

PHARMSTD

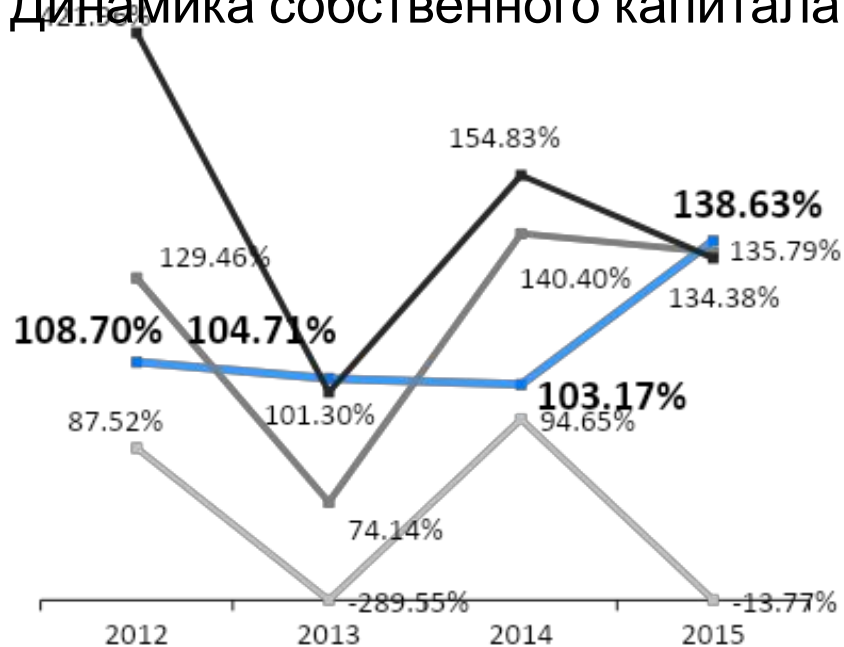
KATREN

36,6

Доля собственного капитала в пассиве

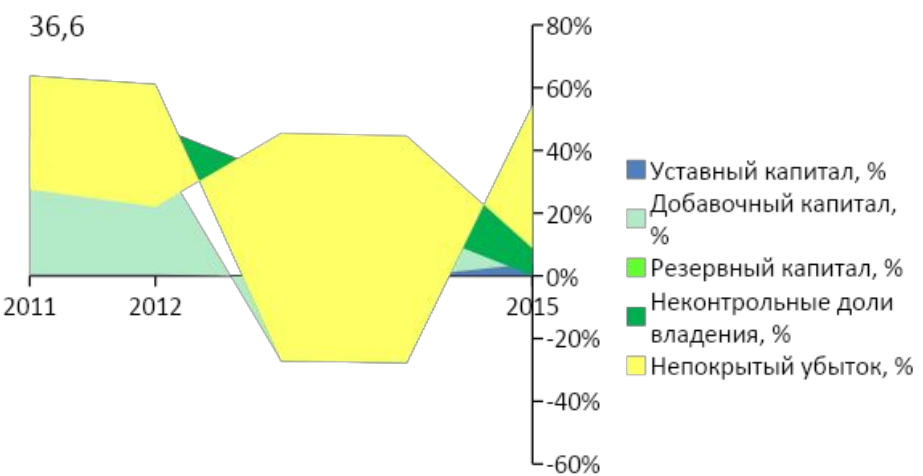
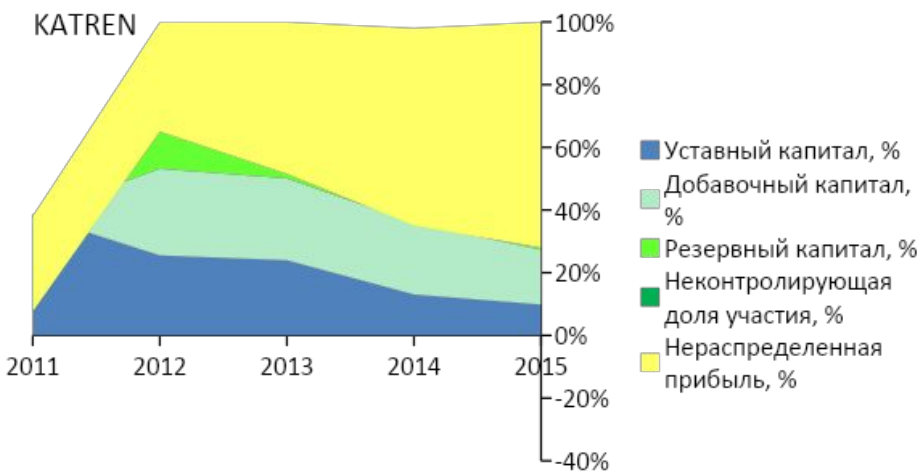
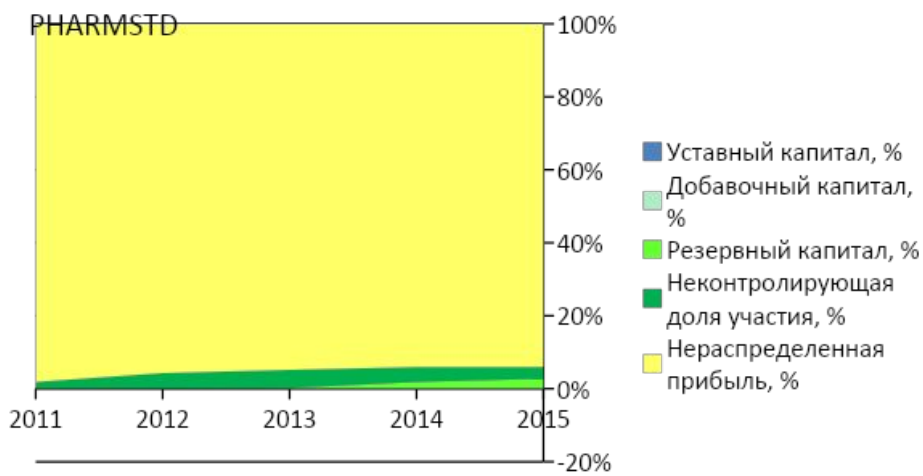
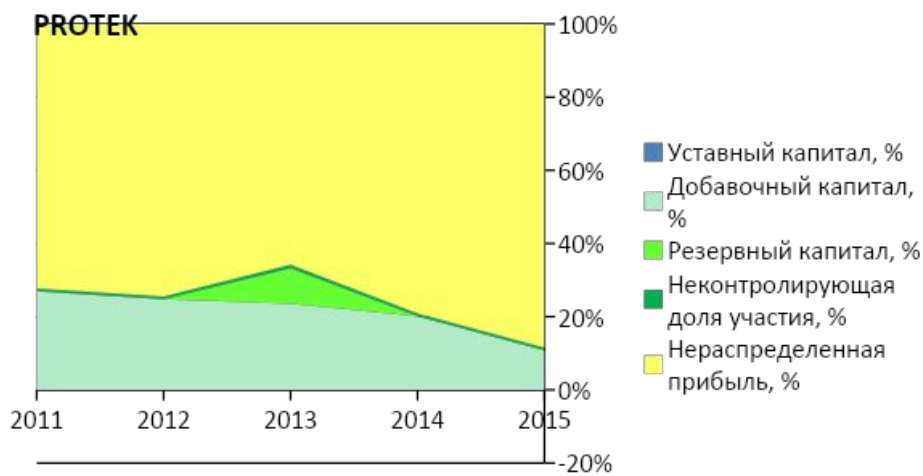


Динамика собственного капитала

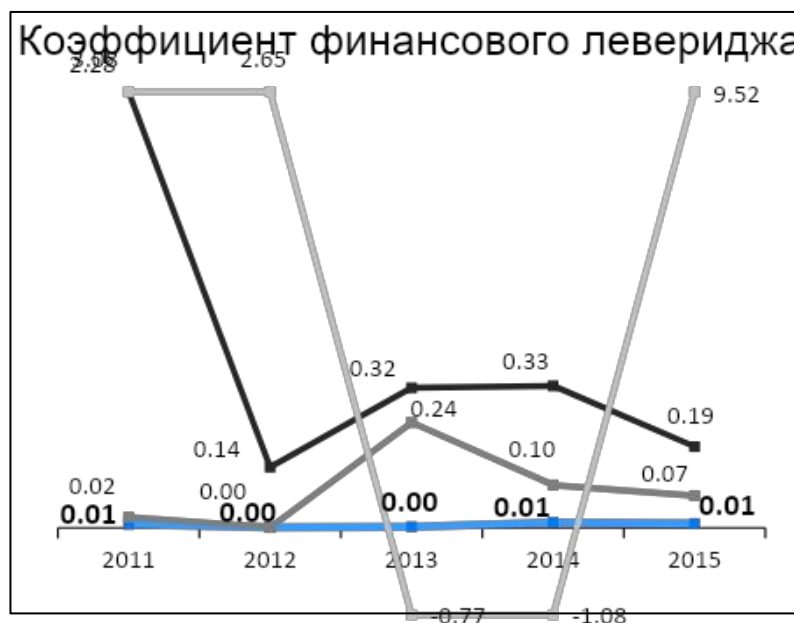
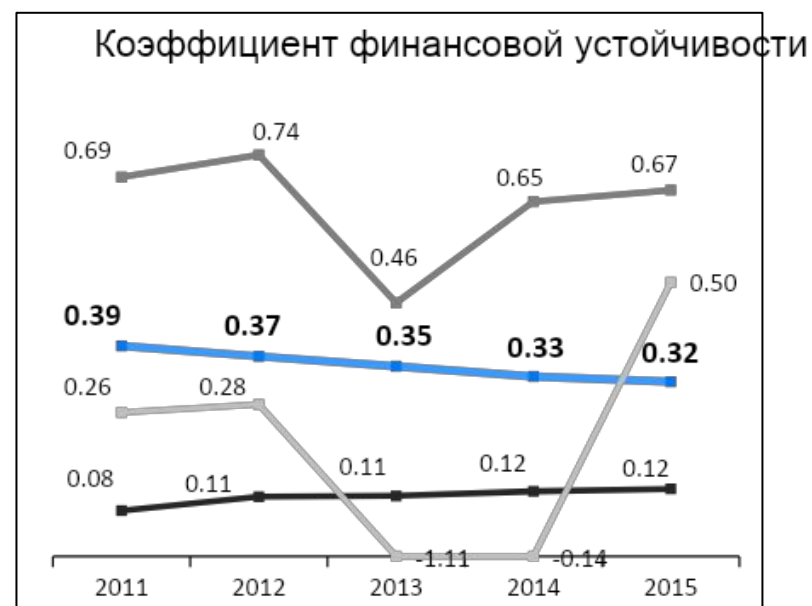
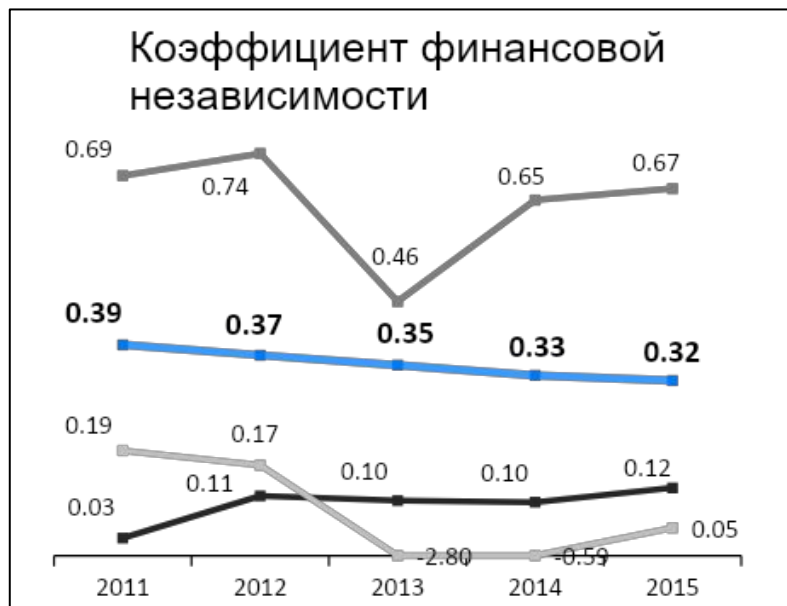


- Протек
- Фармстандарт
- Катрен
- 36.6

Оценка структуры собственного капитала

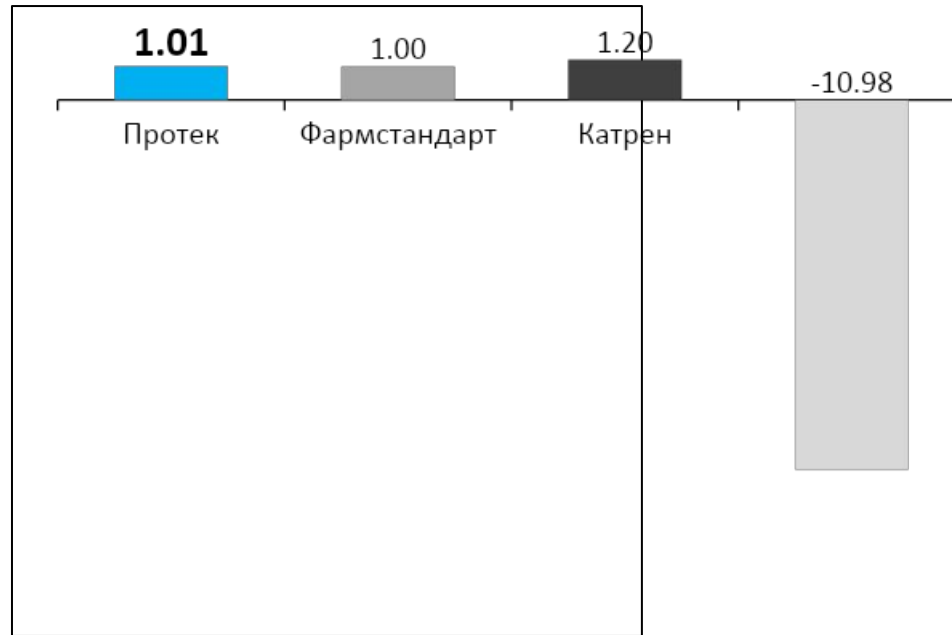


Анализ и оценка финансовой устойчивости компании



- Протек
- Фармстандарт
- Катрен
- 36.6

Финансовый рычаг (F), расчет силы воздействия



Возможность

При изменении EBIT, чистая прибыль не изменится

Риск

Нет

Выводы по финансовой устойчивости

Нормальная финансовая устойчивость. Компания использует для покрытия запасов различные «нормальные» источники средств- собственные и привлеченные, что обеспечивает рост текущей платежеспособности.

Фактором устойчивого роста компании является возможность наращивать размеры собственных средств за счет увеличения нераспределенной прибыли, как результата роста эффективности операционной деятельности компании и ее реинвестированием.

В относительном выражении

Собственный капитал теряет долю в пассивах, что объясняется растущей долей торговой кредиторской задолженности в краткосрочных обязательствах. Такая тенденция предопределяет необходимость жесткого контроля за соотношением длительности оборота дебиторской и кредиторской задолженности. См слайды «Анализ ликвидности».

Показатель ROE см слайды «Рентабельность капитала» «Факторный анализ ROE».

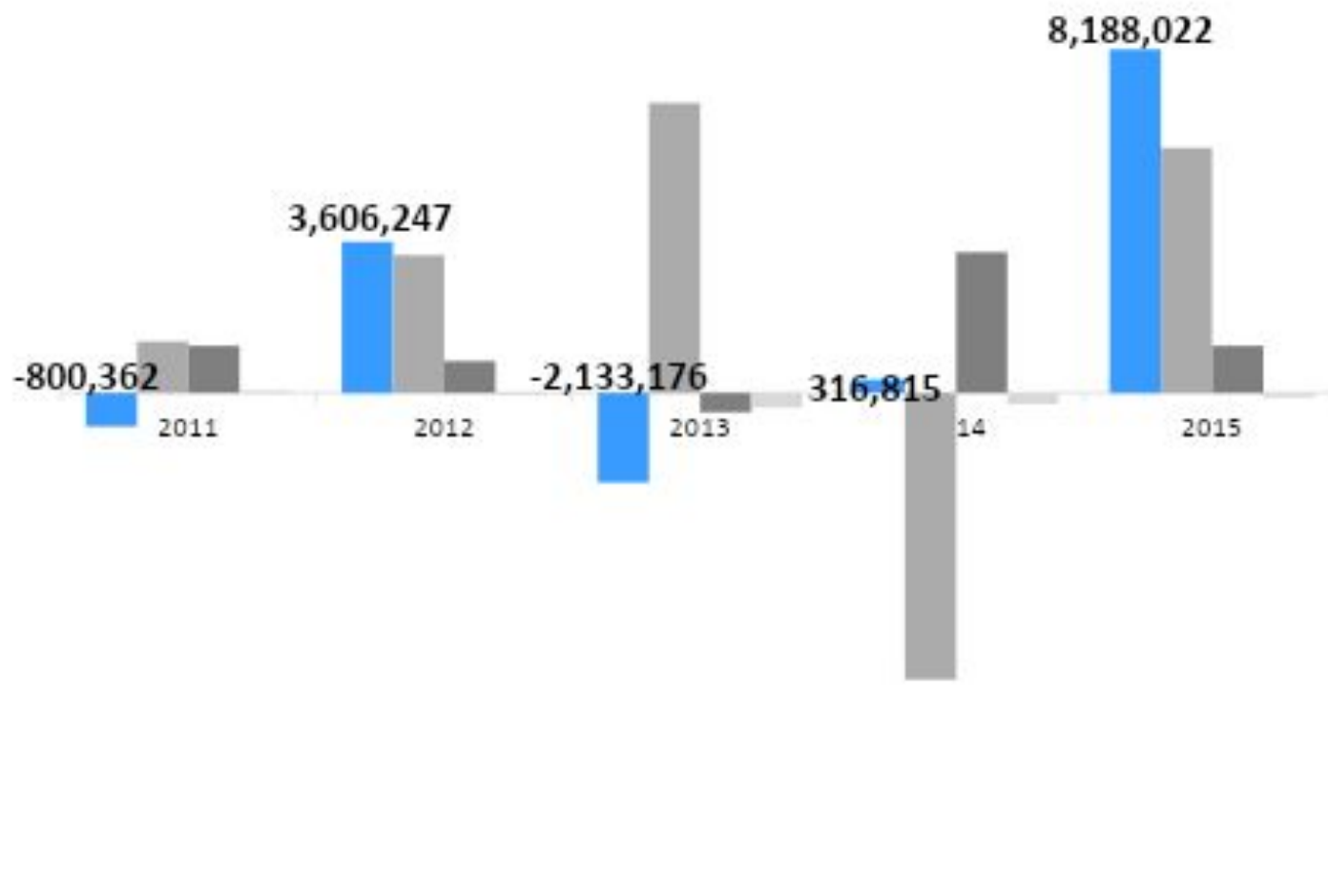
Коэффициент финансовой независимости достаточно ниже рассчитанного. Показатель соотношения кредитных и собственных источников финансирования стабильно низкий. Это говорит о независимости компании от кредиторов. В компании такое соотношение собственных и заемных средств, при котором достигается максимальный прирост рентабельности собственного капитала при малой степени риска.

Значение коэффициента финансовой устойчивости ниже рекомендуемого. Компания делает ставку на использование краткосрочных обязательств, наращивая кредиторскую задолженность.

$DFL = 0$, т.к. небольшое превышение ROA над ставкой процента и маленький коэффициент финансового рычага. Соответственно привлечение заемных средств не повлечет за собой изменение ROE.

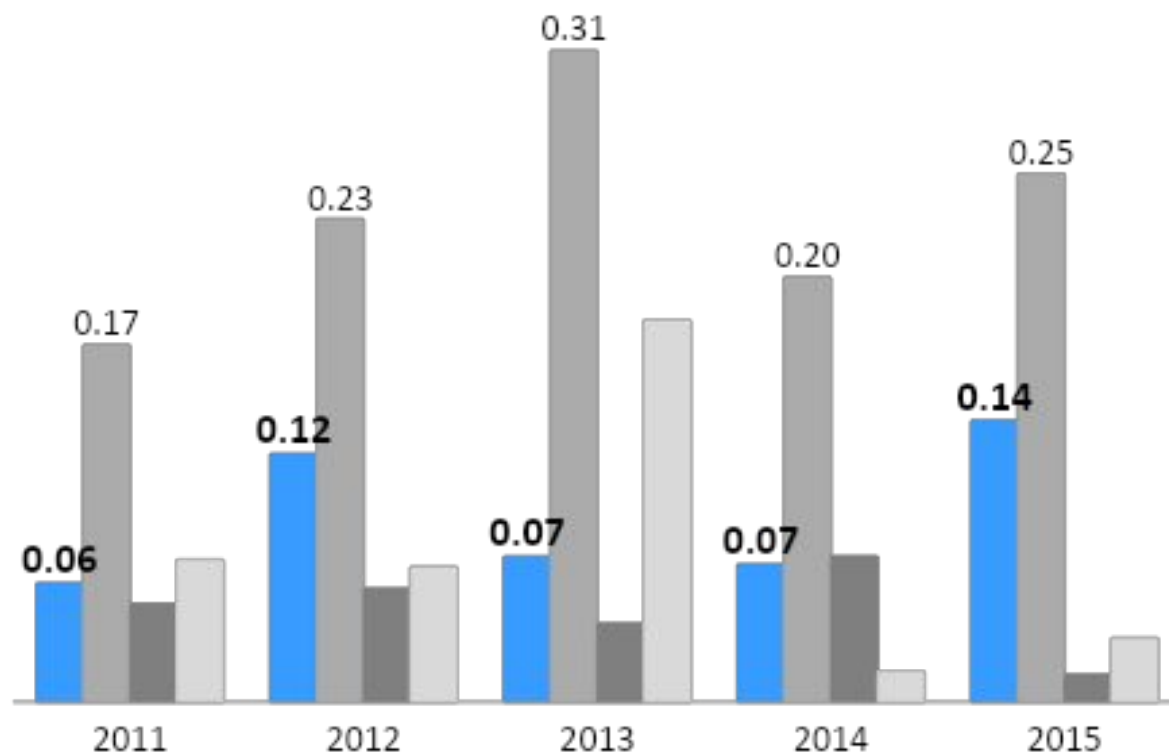
Анализ и оценка платежеспособности компании

Динамика NFC, тыс. руб.



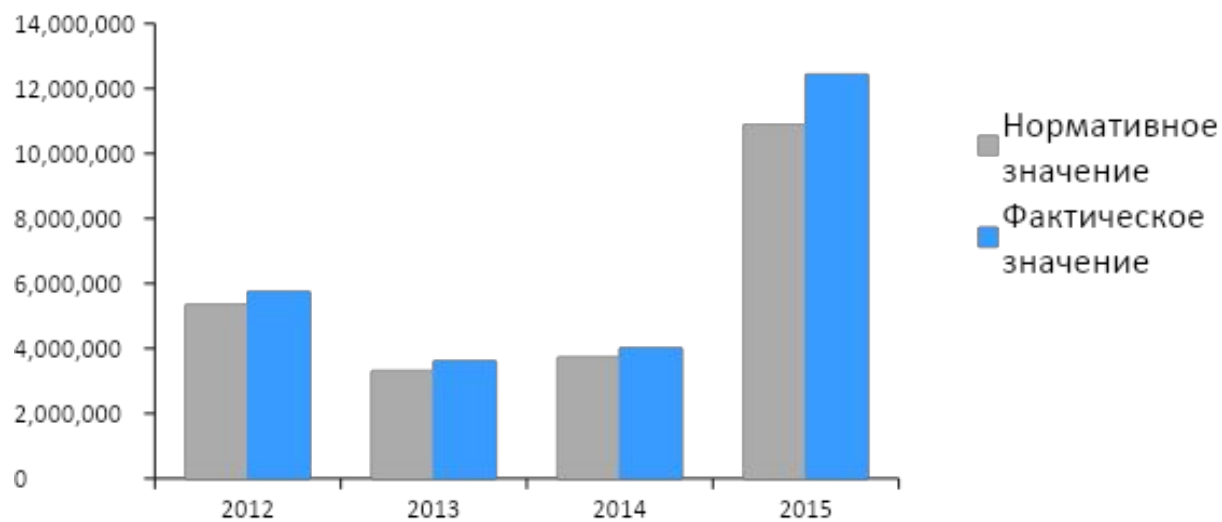
- Протек
- Фармстандарт
- Катрен
- 36.6

Доля ДС в ТА

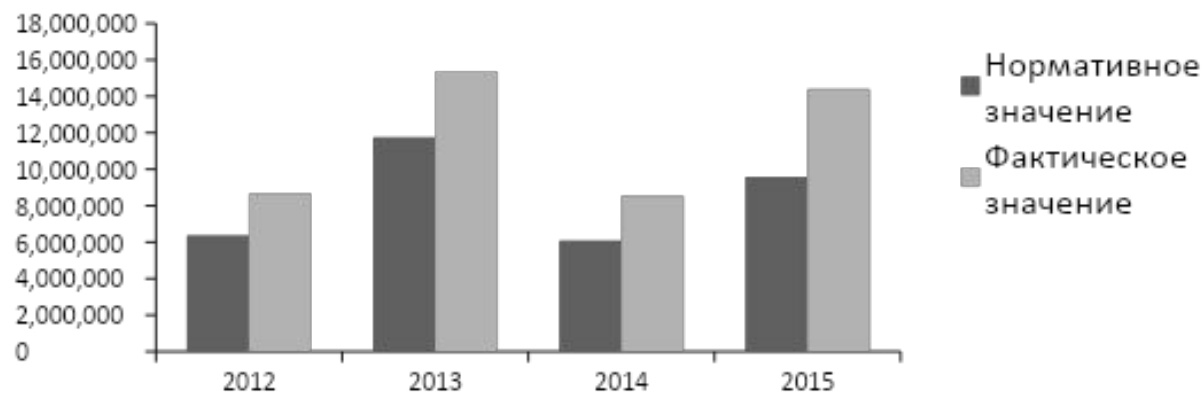


- Протек
- Фармстандарт
- Катрен
- 36.6

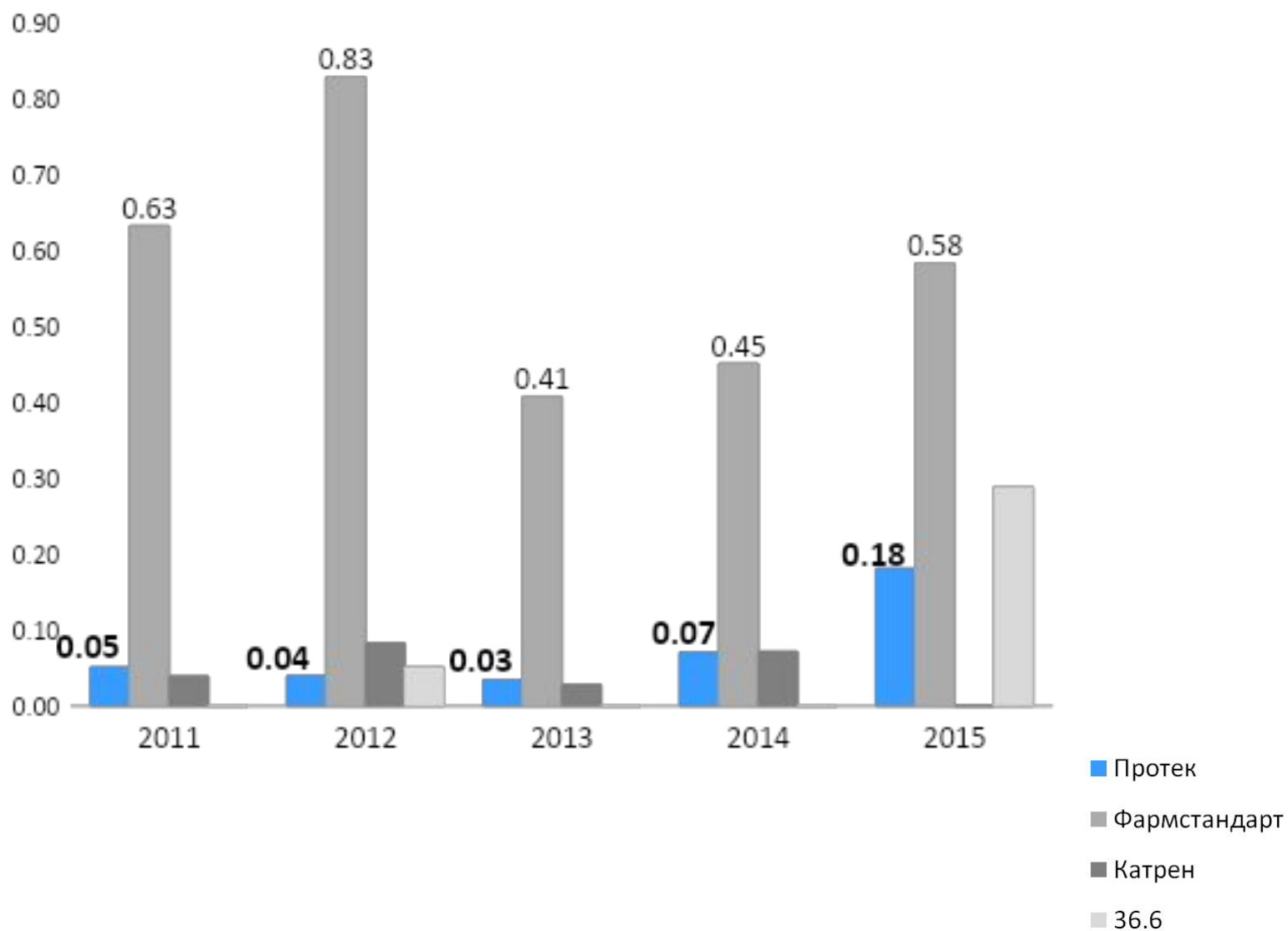
Количество ДС по компании «Протек», тыс. руб.



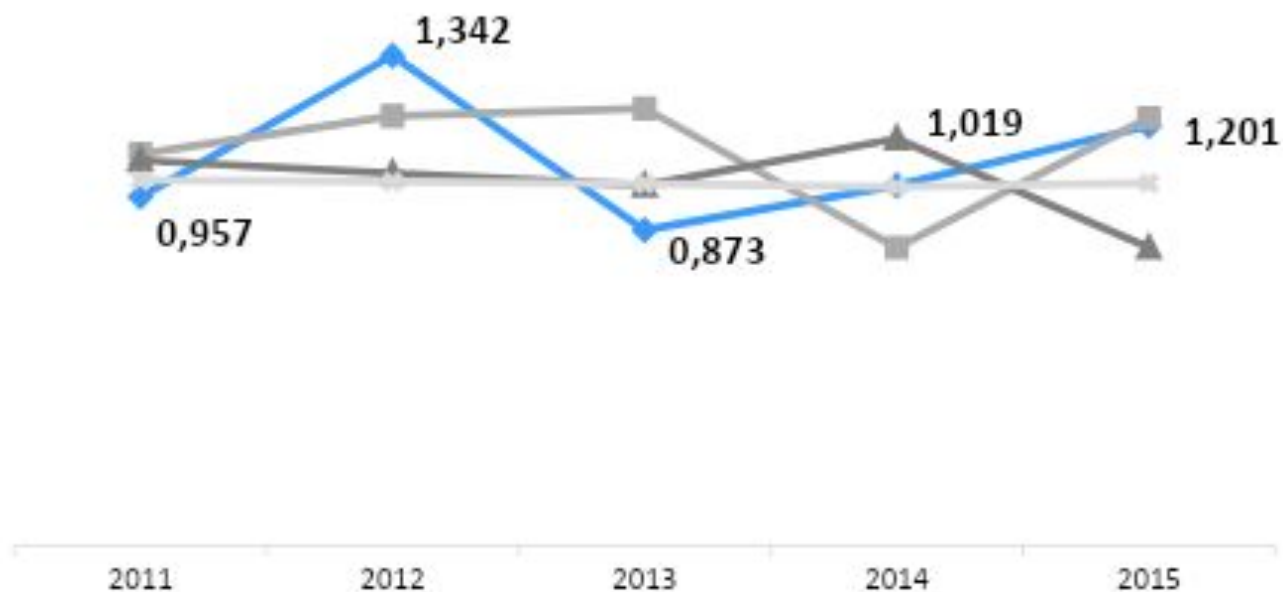
Количество ДС по компании «Фармстандарт», тыс. руб.



Коэффициент покрытия ТО операционным ДП

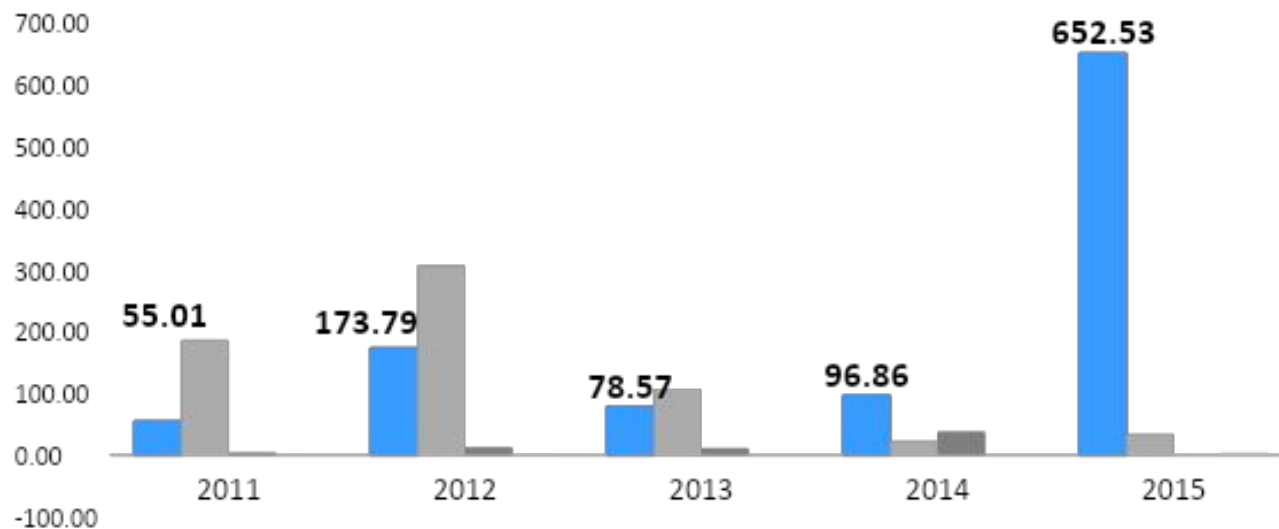


Коэффициент платежеспособности, apr

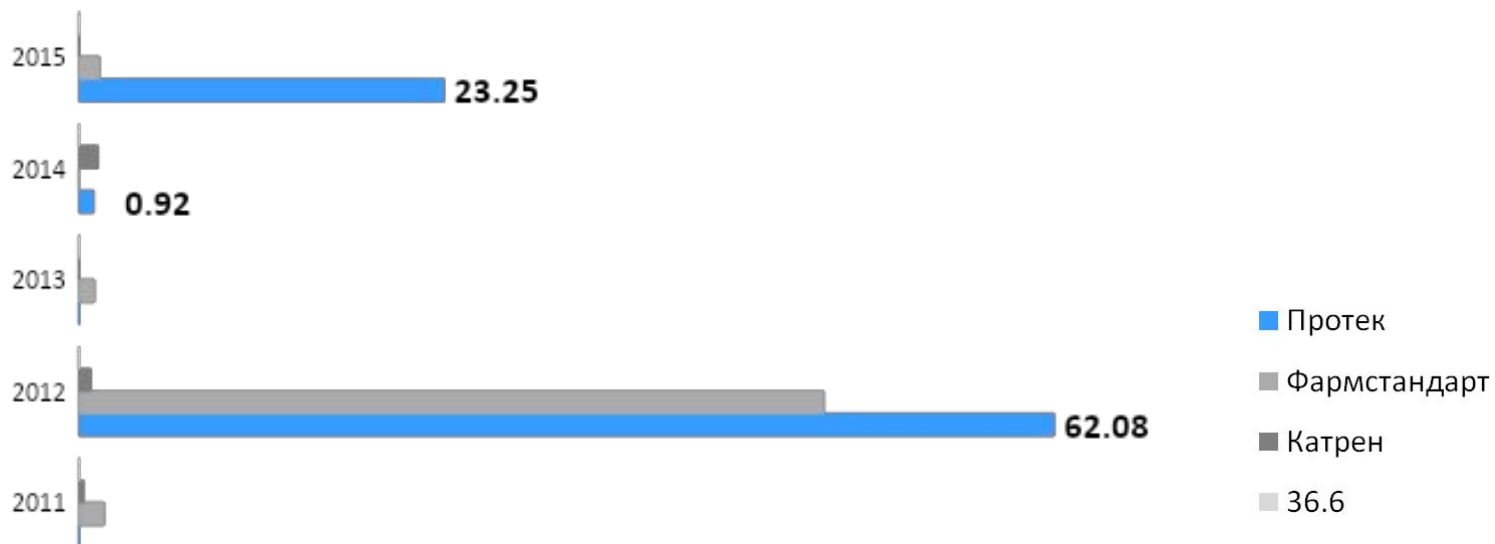


- Протек
- Фармстандарт
- Катрен
- 36.6

Коэффициент покрытия процентных выплат



Коэффициент покрытия долговых обязательств





Выводы по платежеспособности

Доля ДС в А составляет от 5 до 11%, к 2015 году показывает прирост 300%

Доля операционной деятельности в компании наибольшая, около 80%, за исключением 2013 и 2011 годов- 60% и 45% соответственно.

Компания способна генерировать денежные средства в процессе основной деятельности.

Поступления от инвестиционной деятельности, доля которой в среднем 20%, не всегда превышают выбытия, это связано со стремительным ростом и развитием компании. Это также говорит о том, что компания способна развиваться за счет собственных источников получения денежных средств.

Поступления от финансовой деятельности всегда меньше выбытий, т.к. компания платит дивиденды. Например, в 2013 году значительная доля была выплачена собственникам организации. Происходит изменение собственных средств за счет выкупа собственных акций. Выплаты по обслуживанию займа не существенны.

Причиной увеличения выбытий является влияние изменения обменного курса валют на денежные средства и их эквиваленты (2014-2015), ввиду того, что фармацевтический рынок в основном представлен импортными препаратами.

Доля ДС в ТА в сравнении со среднерыночно оптимальная.

Покрытия операционным денежным потоком текущих обязательств недостаточно, ввиду наличия значительной доли кредиторской задолженности.

Коэффициент платежеспособности. Имеет место превышение поступлений над выплатами, за исключением небольшого отклонения в 2011 и 2013. В краткосрочном периоде такой дисбаланс не опасен.

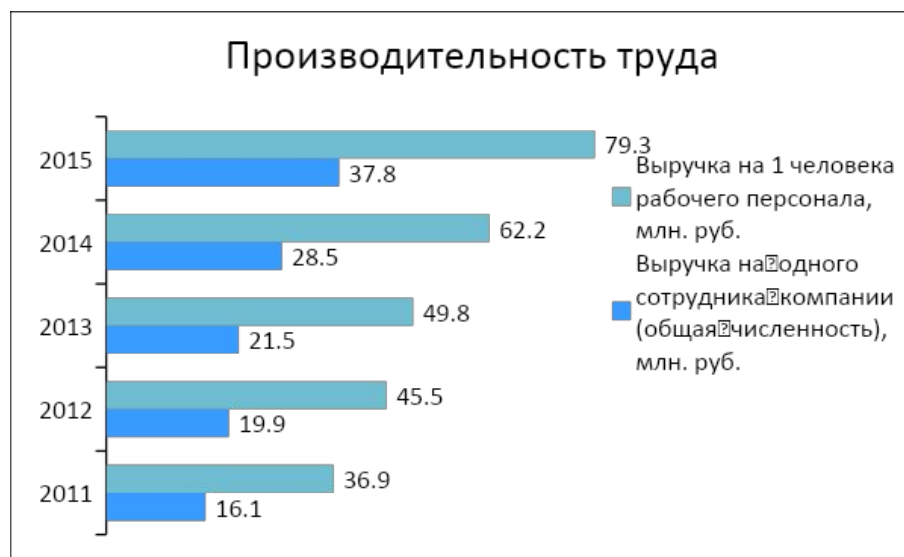
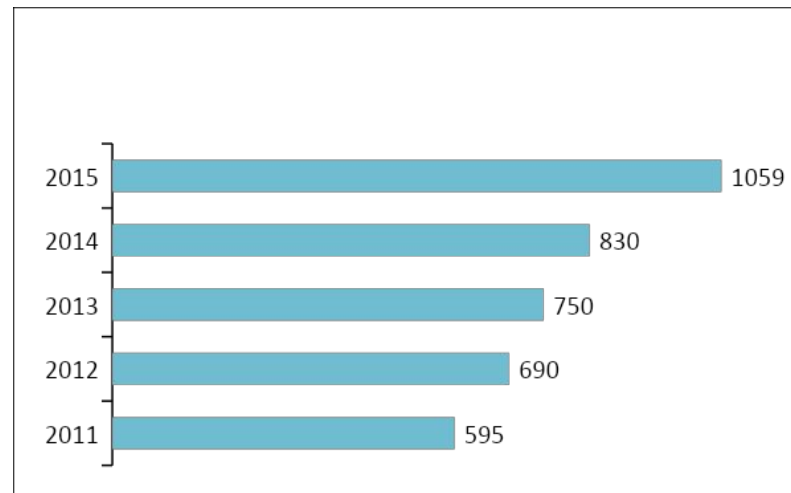
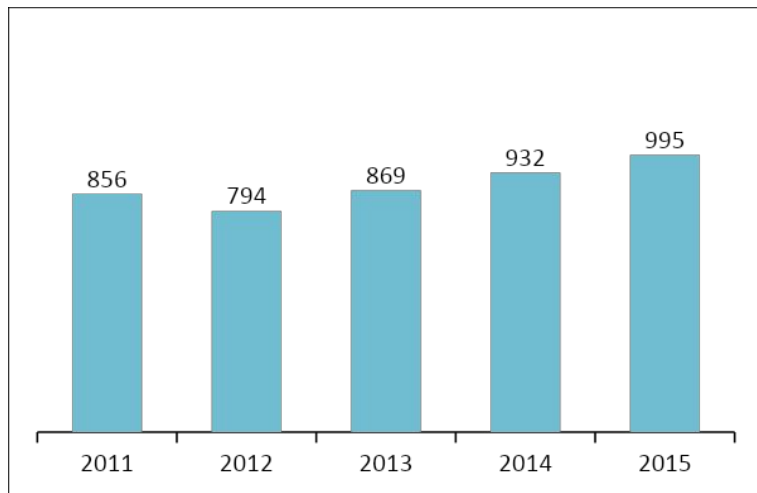
Так как заемный капитал компании незначительный, имеющихся в компании денежных средств достаточно на его обслуживание.

Рентабельность денежного потока по операционной деятельности компании обеспечивает стабильный положительный NCF операционной деятельности.

Деловая активность

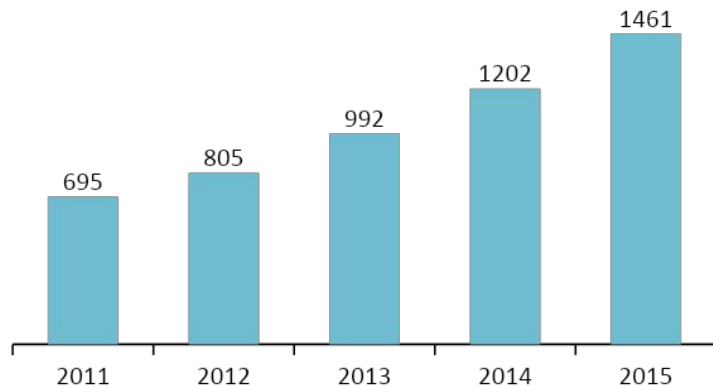
Операционные показатели

Сегмент «Дистрибуция»

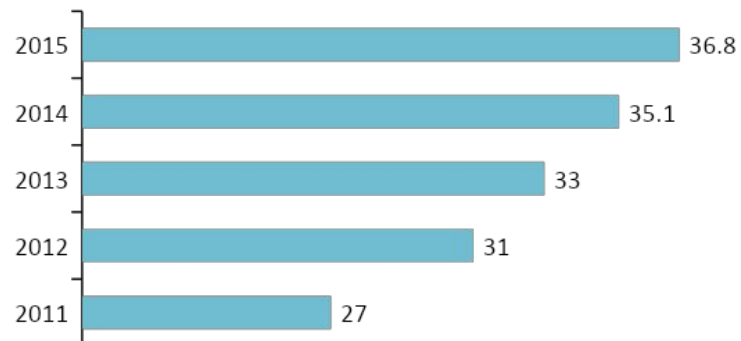


Сегмент «Розница»

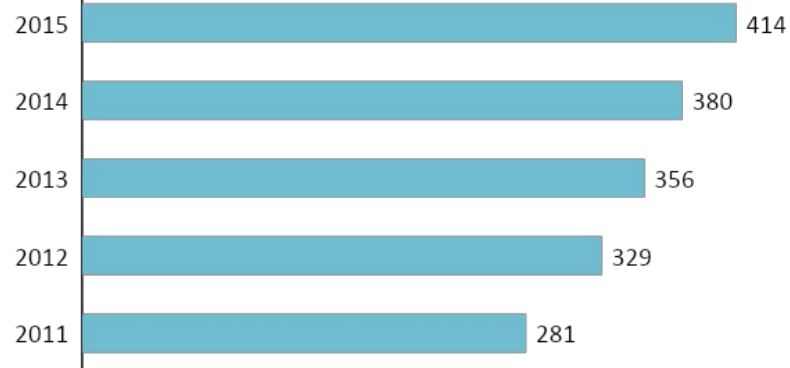
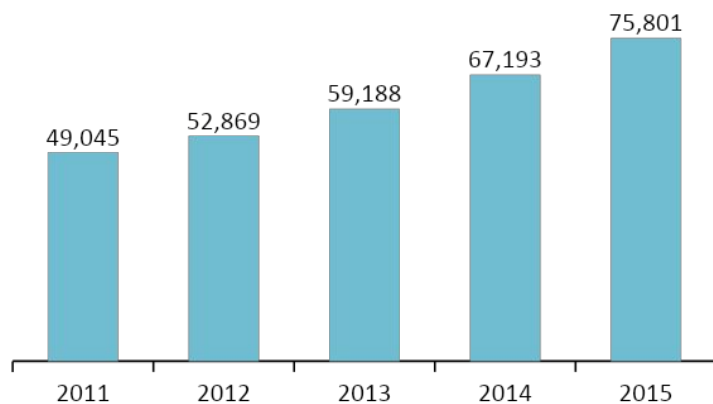
Количество аптек, шт.



Выручка на кв. м. торговых площадей, тыс. руб. в месяц с НДС

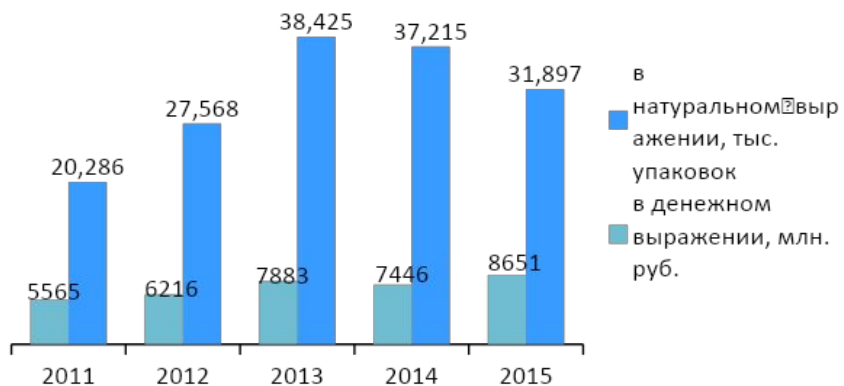


Количество чеков, млн. шт.

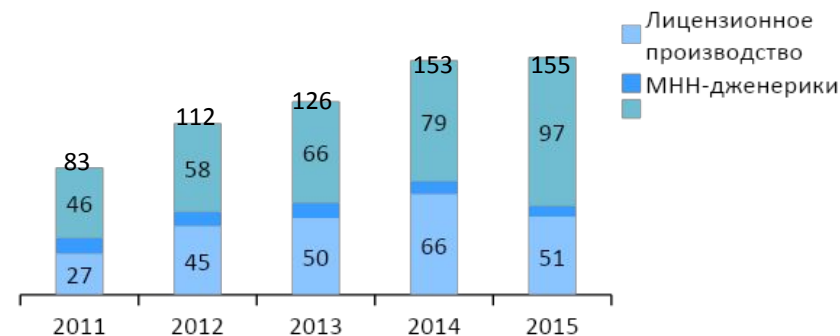


Сегмент «Производство»

Оборот сегмента "Производство"

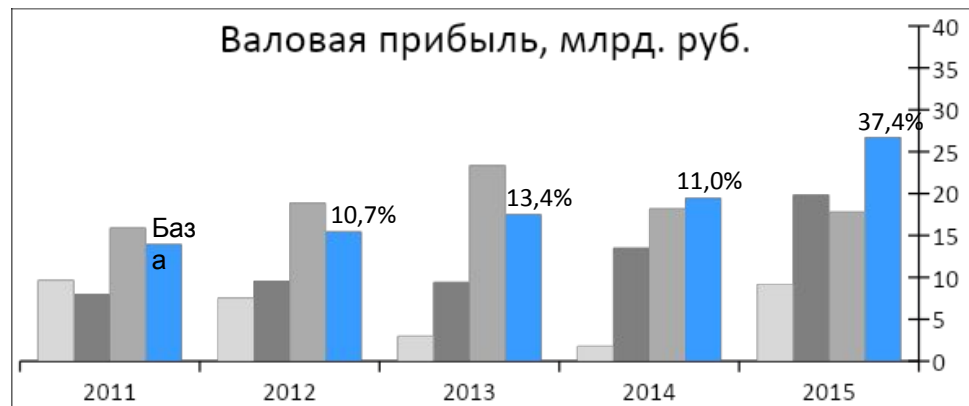
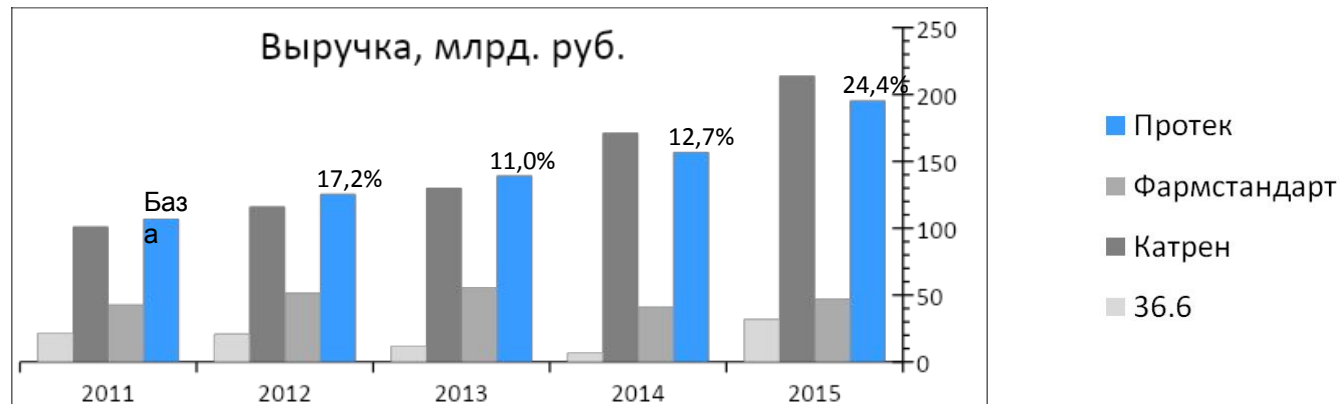


Структура ассортимента производимой продукции, количество позиций



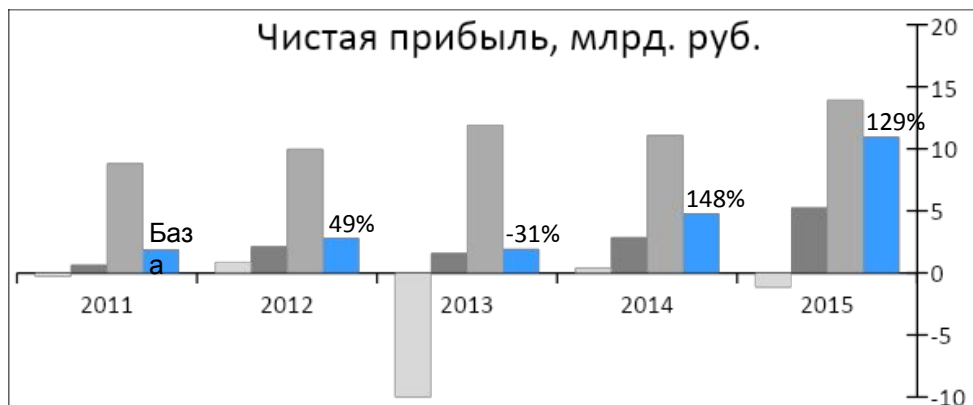
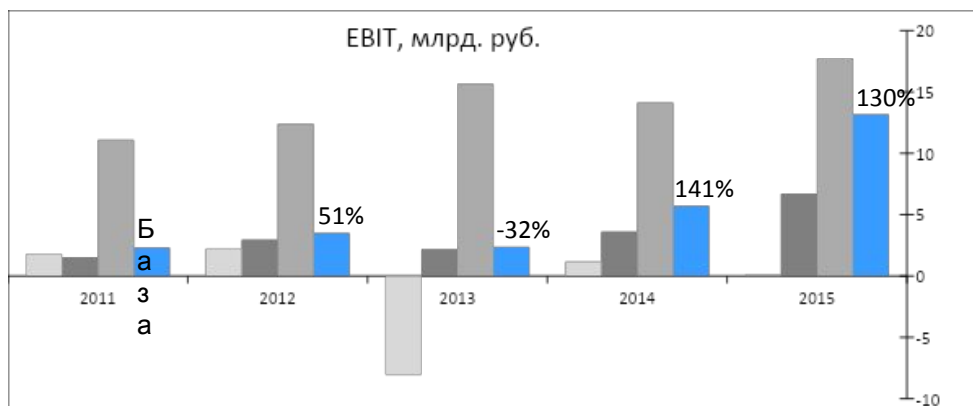
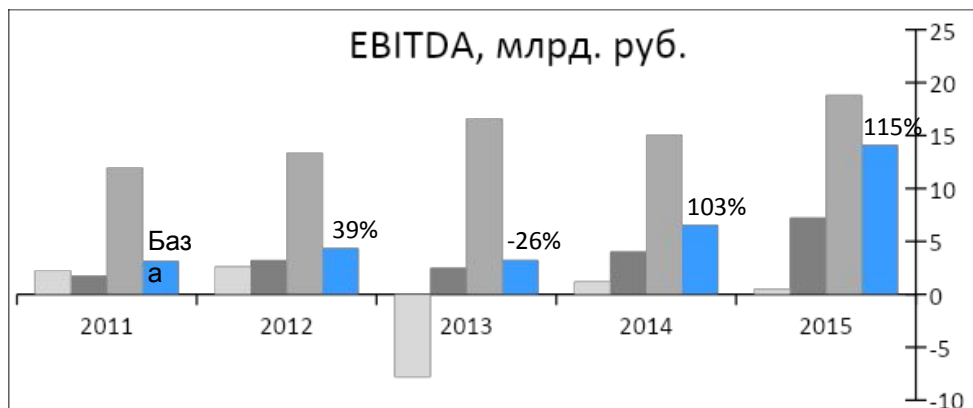
Финансовые показатели

Темп прироста выручки и валовой прибыли



По компании “Протек” наблюдается устойчивый рост выручки и валовой прибыли (рост в 1,8 и 1,9 раза за 5 лет). Основной конкурент - “Катрен” также растет высокими темпами (2,1 и 2,5 раза).

Темп прироста прибыли



- Протек
- Фармстандарт
- Катрен
- 36.6

По компании “Протек” отмечен сравнимый рост по всем представленным показателям: EBITDA, EBIT и ЧП.

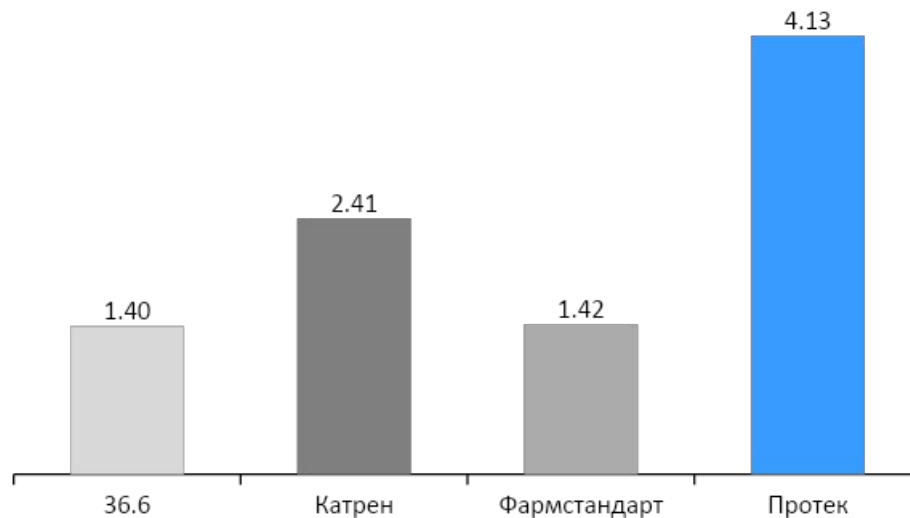
За 5 лет EBITDA выросла в 4,5 раза, EBIT вырос в 5,7 раза, ЧП выросла в 5,8 раза.

Показатели “Катрен” выросли в 4,2, 4,4 и 8,2 раза соответственно.

Все показатели “Фармстандарта” выросли в 1,6 раза.

В 2013 году у компаний “Протек”, “Катрен” и “36.6” наблюдается существенное снижение финансовых показателей.

Операционный рычаг (OL)



Возможность

Дальнейший рост объемов продаж будет способствовать кратному увеличению EBIT

Риск

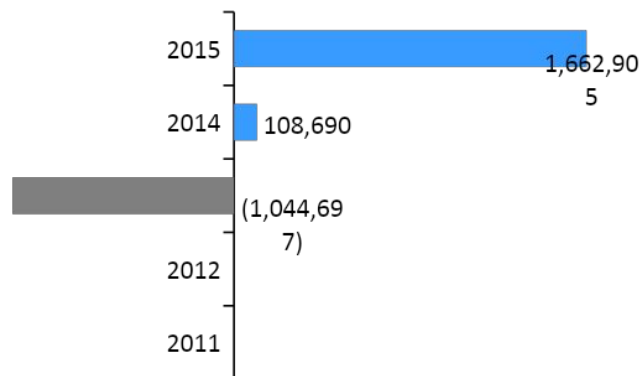
Возможное сокращение объемов продаж приведет к значительному сокращению EBIT

Кто виноват в слабых финансовых
результатах 2013 года?

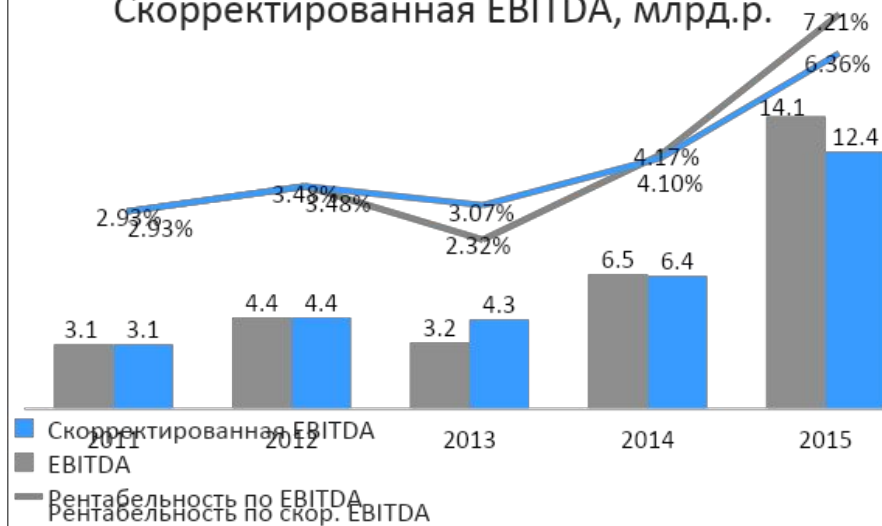
Мельдоний!



Доходы/Расходы Компании по судебным искам



Скорректированная EBITDA, млрд.р.

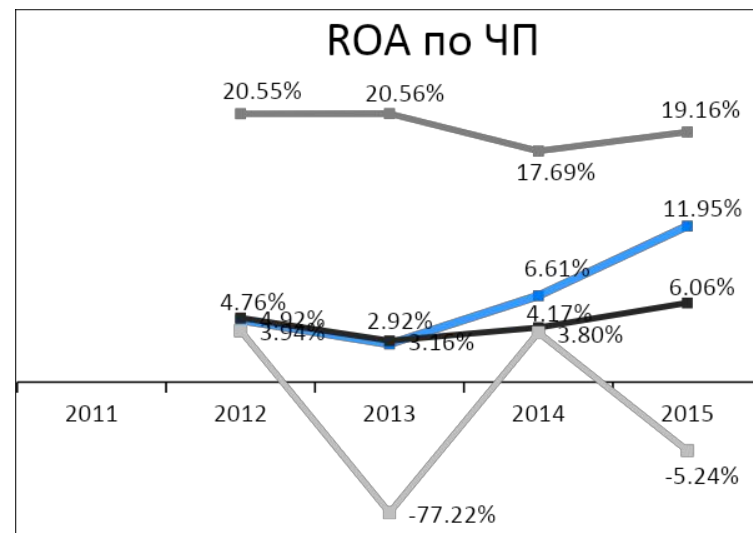
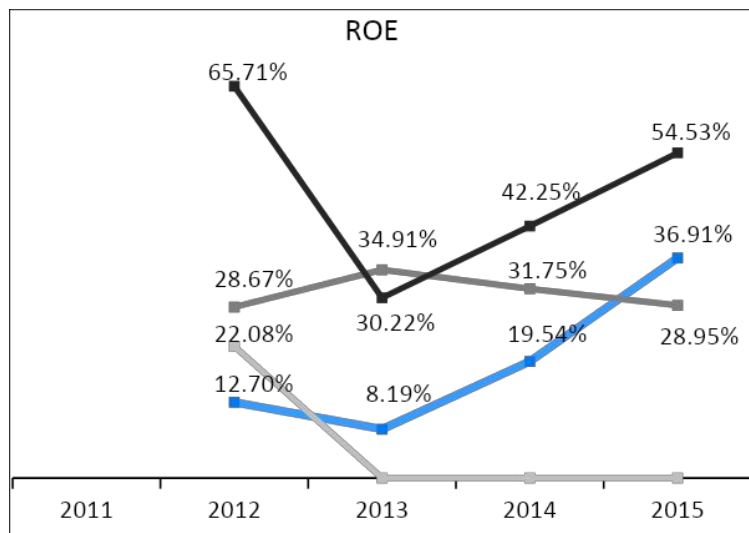


На слабые финансовые результаты 2013 года повлияли и другие факторы:

- Впервые за несколько лет наблюдалось падение продаж сегмента ЛП в натуральном выражении, достигающее в мае-июне 2013 г. 5-9%
- Снижение темпов роста рынка вынудило многих дистрибьюторов вступить в активное ценовое противостояние.
- Выбранная основными крупными дистрибьюторами стратегия, нацеленная на сохранение доли на рынке путем увеличения товарооборота, приближала рентабельность коммерческих продаж к нулю.

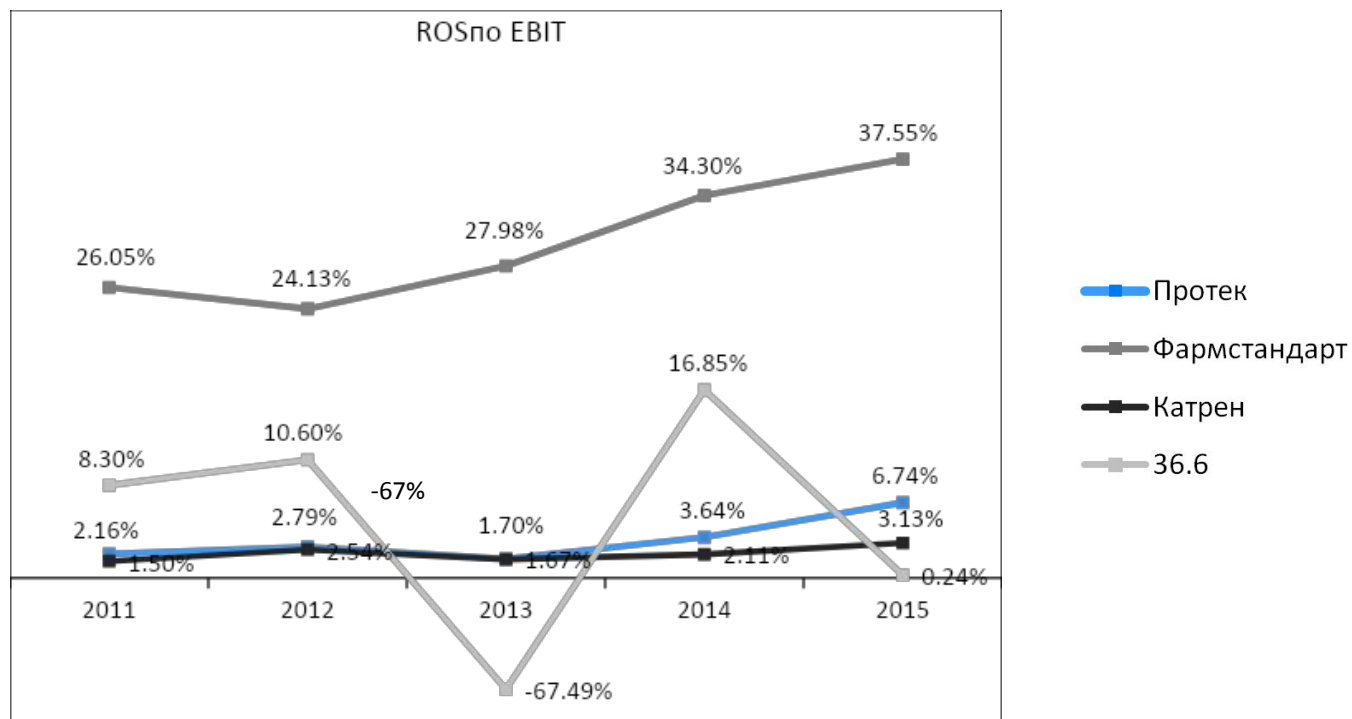


Рентабельность капитала



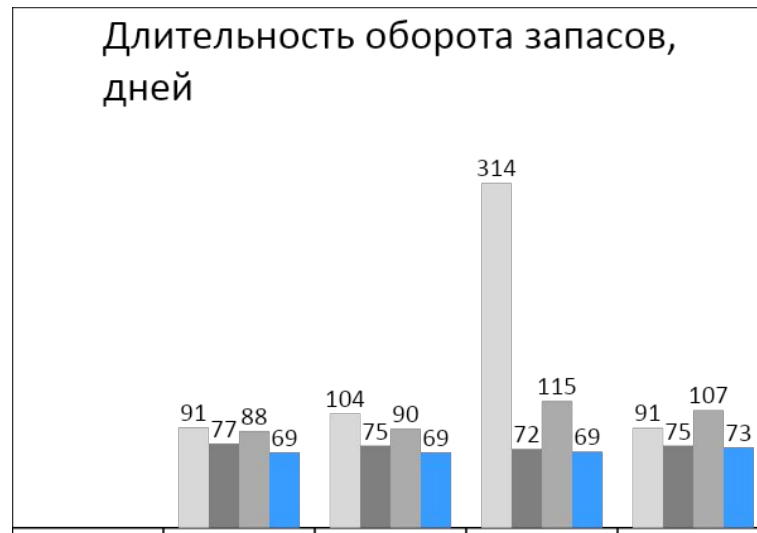
- Протек
- Фармстандарт
- Катрен
- 36.6

Рентабельность бизнеса



Показатель “Рентабельность по EBITDA” был рассмотрен
выше

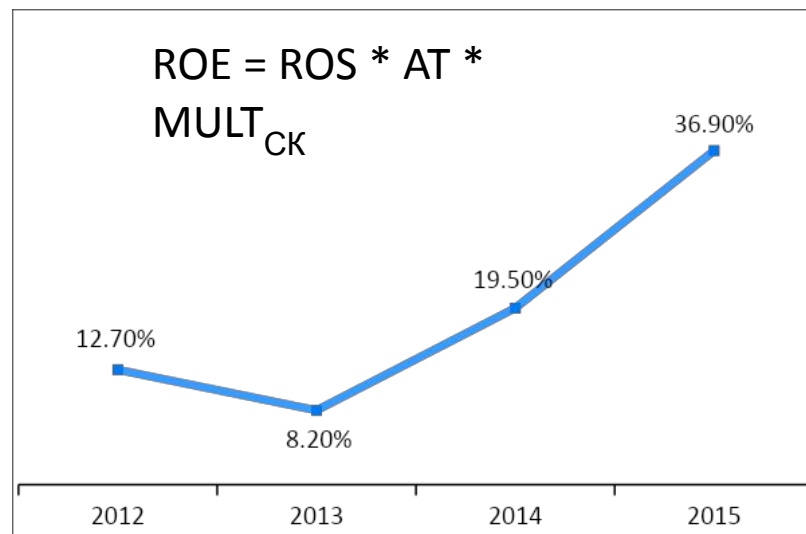
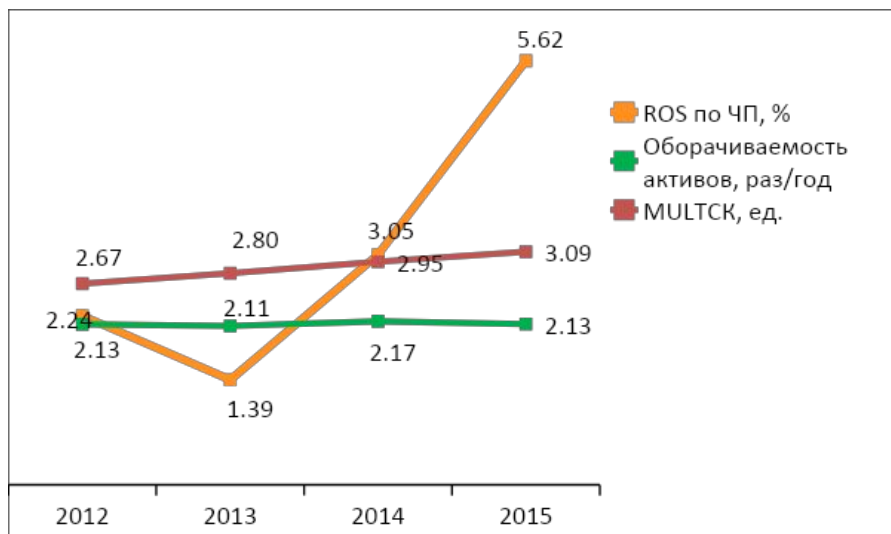
Эффективность использования ресурсов



■ Протек
■ Фармстандарт
■ Катрен
■ 36.6



Факторный анализ ROE



Проверка соблюдения «Золотого» правила



Выполняется, так как растет
 $ROS = \text{Чистая прибыль} / \text{Выручка}$

За 5 лет ЧП выросла в 2,3 раза,
выручка выросла в 1,8 раза

Проверка соблюдения «Золотого» правила



Выполняется т.к. растёт
Оборачиваемость СК = Выручка/СК

За 5 лет выручка выросла в 1,8 раза,
СК вырос в 1,6 раза

Проверка соблюдения «Золотого» правила



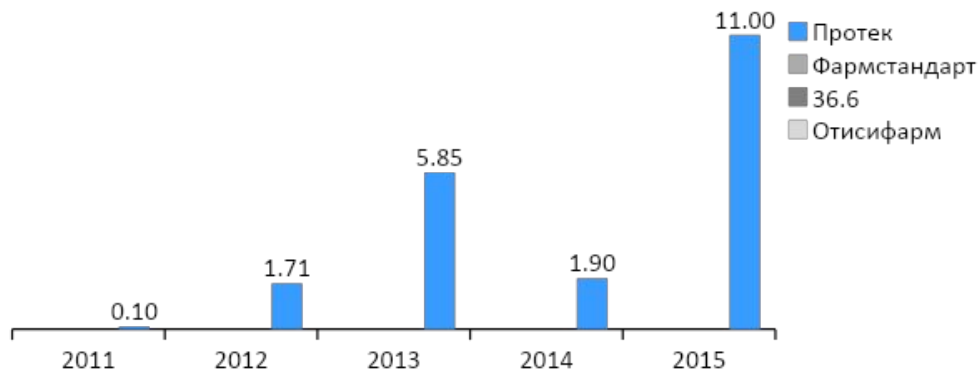
Не выполняется из-за роста $MULT_{СК} (A/СК)$

За 5 лет СК вырос в 1.6 раза,
Активы выросли в 2 раза (обязательства – в 2.2 раза)

Основной причиной опережения роста обязательств компании над СК является рост КЗ (в 2.2 раза за 5 лет), что обусловлено значительным ростом сегмента дистрибуции – Компания привлекает товар поставщика на реализацию

Дивидендная политика

Размер выплаченных дивидендов,
руб/акцию

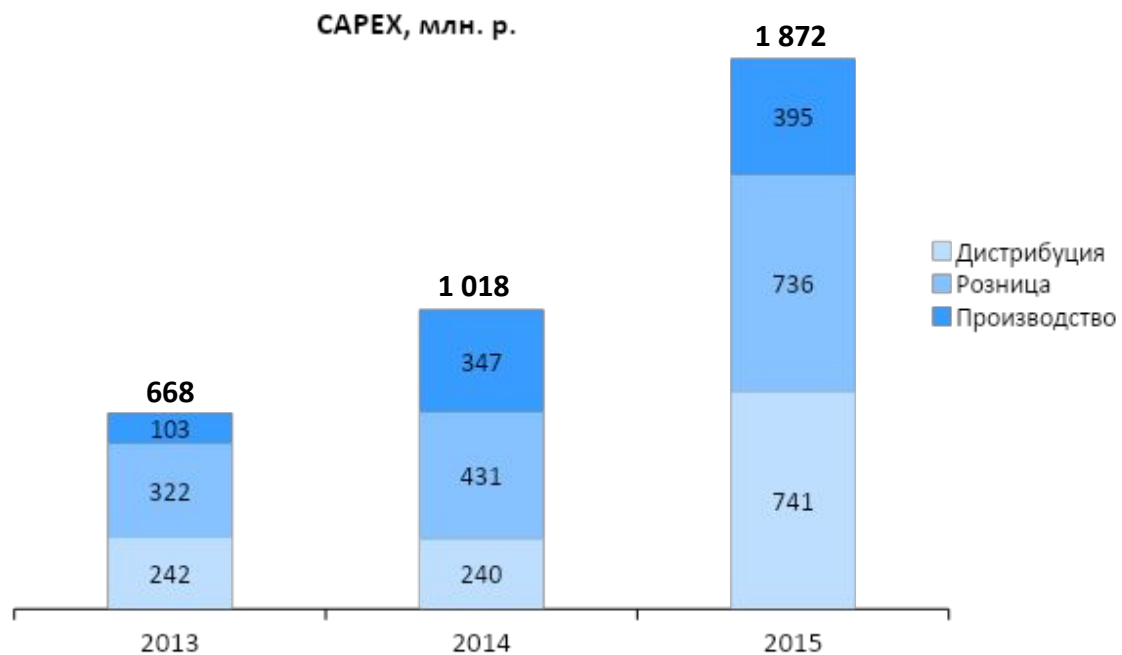


Начиная с 2012 года Компания начала направлять на дивиденды существенную часть чистой прибыли. В 2015 году выплаты составили 50% ЧП по МСФО. Компания планирует придерживаться политики регулярной выплаты дивидендов, однако Компания сохраняет за собой право не выплачивать дивиденды:

“Общее собрание акционеров Общества вправе принять решение о нераспределении прибыли, в том числе о невыплате дивидендов”*

* Устав Публичного акционерного общества «ПРОТЕК» в редакции от «16» июня 2016 г. Статья 18. Дивиденды Общества, пункт 10

Развитие бизнеса



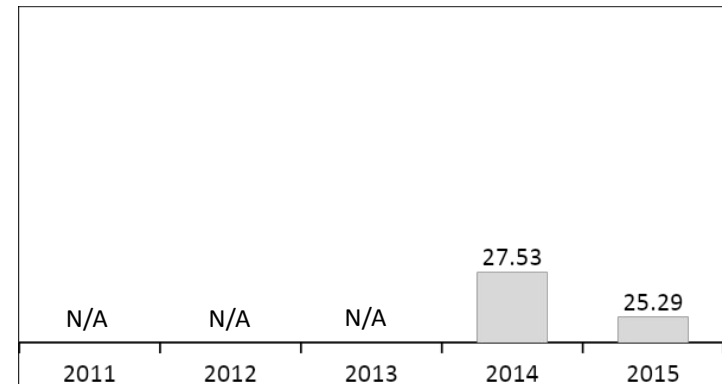
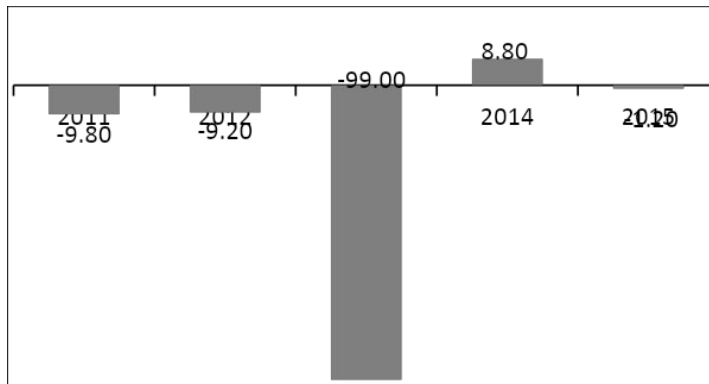
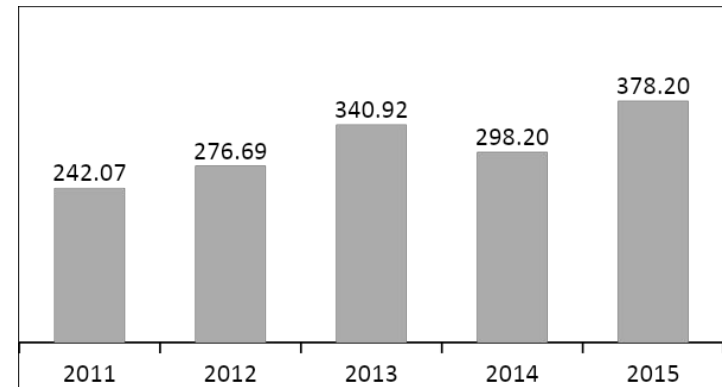
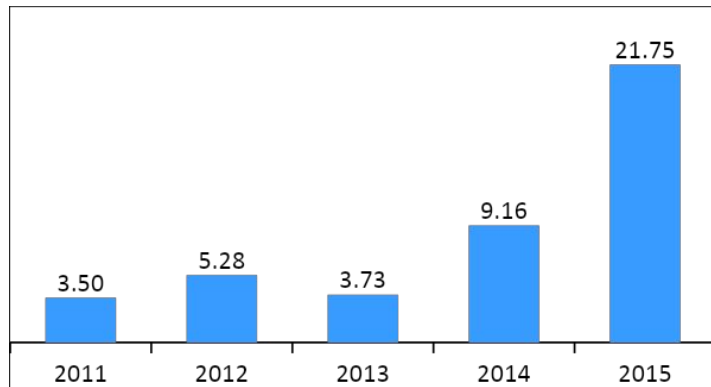
Протек и Рынок



VS

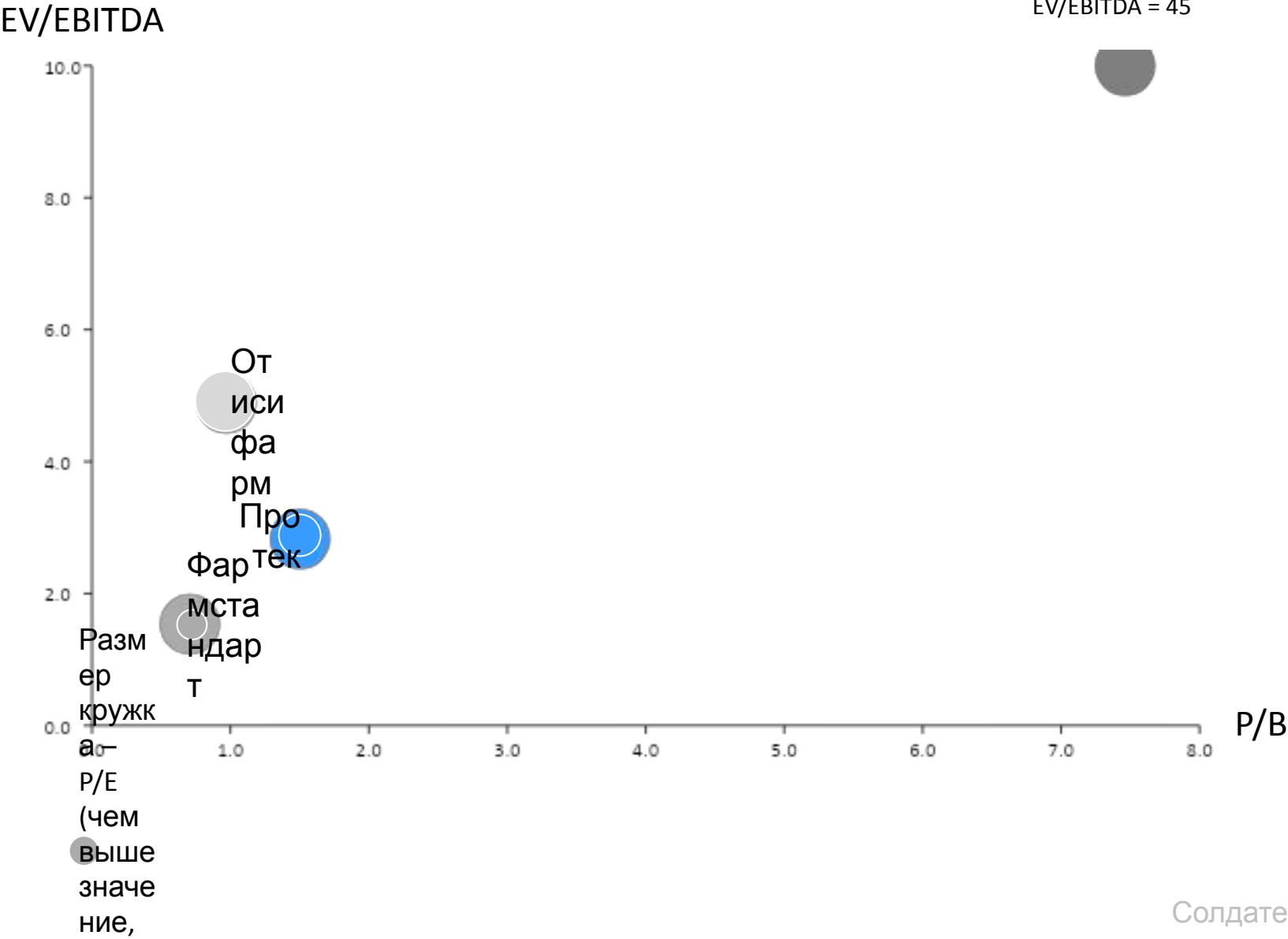


Чистая прибыль на одну обыкновенную акцию, р

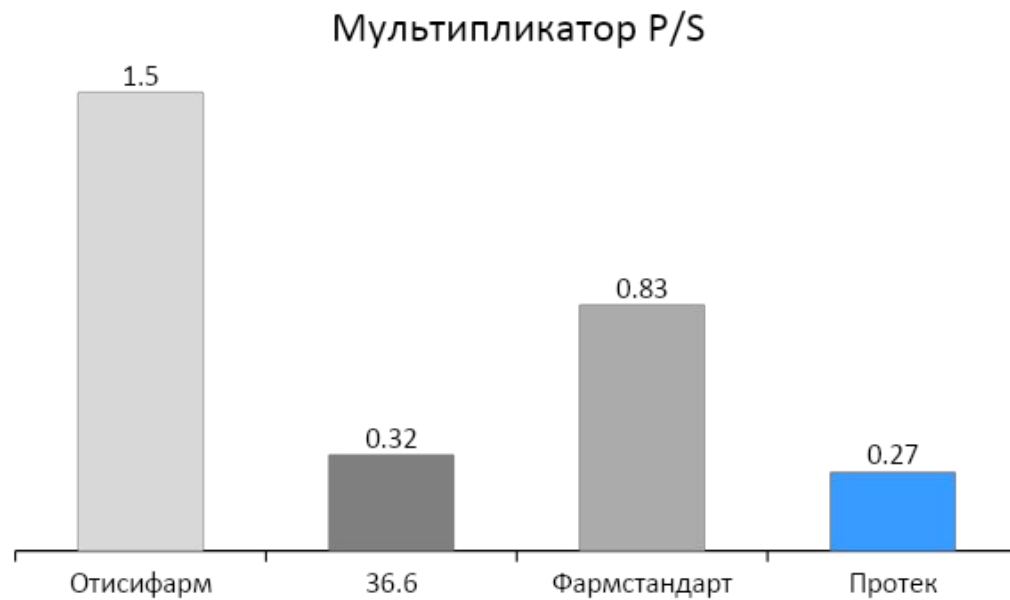


Ни у одной из рассматриваемых компаний в составе собственного капитала нет привилегированных акций.

Цена бизнеса



Цена бизнеса



Выводы по деловой активности и стоимостной оценке

1. Ключевые **операционные показатели** по сегментам «Дистрибуция» и «Розница» уверенно растут. Вызывает настороженность наметившаяся тенденция снижения Оборота сегмента «Производство» в натуральном выражении. Это можно объяснить сокращением производства ЛП по лицензии с целью переключения на производство собственных продуктов.
2. **Выручка и валовая прибыль** стабильно растут за все отчетные периоды.
3. **EBITDA, EBIT и ЧП** растут еще большими темпами. Сказывается эффект высокого операционного рычага. Замедление 2013 года связано с исполнением судебных решений по делам препарата «Милдронат», несистематическое падение продаж ЛП и ценовые войны между дистрибуторами. На результативность показателей в долгосрочном периоде эти события не повлияли.
4. **EPS** растет. Рост обусловлен не только ростом ЧП, но и выкупом собственных акций.
5. Увеличилась норма прибыли - **ROS**. Одним из факторов ускоренного роста за 2015 год стала поставка части товаров по ценам с учетом девальвации рубля, закупленных до скачка курса национальной валюты. В последующие годы вероятно падение темпов роста ROS.
6. **ROE** растет и достигла высокого уровня. При сопоставлении с Компаниями отрасли стоит принимать во внимание структуру капитала ($K_{\text{фин. нез-ти}}$ выше, чем у Катрена) и фактически отсутствие долгов. Ключевым фактором увеличения ROE стал рост ROS. Также растет **ROA** - в сравнении с прямым конкурентом – Катрен, Протек увеличил отрыв по ROA до двукратного.
7. В целом, можно сделать вывод об **эффективном использовании ресурсов**. Однако вызывает опасение плавная тенденция по повышению периода оплаты от покупателя (с 56 до 64 дней за 5 лет). Но у Катрен вырос оплаты вырос еще сильнее – с 46 до 60 дней. В условиях монополистической конкуренции идет активная борьба за покупателя, поэтому компании идут на предоставление более конкурентных предложений, в т.ч. повышения отсрочки платежа. Также сказывается растущее число неплатежей отдельных аптек дистрибуторам.

Выводы по деловой активности и стоимостной оценке

8. **“Золотое правило”** соблюдается, за исключением опережения роста активов над СК. Основной причиной опережения роста обязательств компании над СК является рост КЗ (в 2.2 раза за 5 лет), что обусловлено значительным ростом сегмента дистрибуции – Компания привлекает на реализацию товары поставщиков.
9. С 2012 года компания начала направлять на **дивиденды** существенную часть чистой прибыли. Компания планирует придерживаться политики регулярной выплаты дивидендов. Следующим шагом на встречу инвестором может стать закрепление в Уставе обязанности по выплате дивидендов.
10. Компания “Протек” стоит **2,8 EBITDA** (с учетом ЧД) , **4,7 ЧП** и **1,5 СК** (без учета ЧД). “Фармстандарт” по большинству показателей дешевле, “Отисифарм” – дешевле только по Р/В. “Протек” имеет самую низкую цену по мультипликатору Цена/Выручка. Мы считаем, что текущая рыночная цена является справедливой, компания “Протек” не переоценка Рынком.

Price is what you pay, value is what you get

Warren
Buffett

Выводы

Проанализировав показатели деловой активности и финансового состояния компании и проведя сравнительный стоимостной анализ, мы пришли к выводу, что компания является инвестиционно привлекательной.

Мы верим в то, что компания будет развиваться и дальше, вслед за этим будут расти котировки ее акций и размер выплачиваемых дивидендов.

На наш взгляд Рынок еще не распознал истинную привлекательность данного Актива, поэтому нам представляется рациональным решением приобрести акции ПАО «Протек» на Московской бирже по текущей цене (98 руб. за ао).

Считаем, что мы получим намного больше, чем заплатим.