

Л.Е. ЯСИНСКАЯ, Санкт-Петербургская государственная химико-фармацевтическая академия  
10.21518/1561-5936-2017-4-24-?

# Финансовый анализ ОТЕЧЕСТВЕННЫХ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИХ ПРЕДПРИЯТИЙ

**Инвестиционная привлекательность производственного фармацевтического бизнеса обусловлена не только внешними факторами, связанными с глобальной поддержкой отрасли со стороны государства, но также обеспечивается высоким уровнем эффективности финансово-хозяйственной деятельности промышленных фармацевтических предприятий. В статье анализируется эффективность работы производственных фармацевтических предприятий, структура активов и капитала компаний отрасли.**

**В** последние годы отечественная фармацевтическая промышленность переживала настоящий инвестиционный бум. Это было связано с целым рядом факторов, таких как: реализация государственных программ развития и поддержки отрасли, переход на новые стандарты производственной практики (GMP), активная программа импортозамещения, возросшая ценовая конкурентоспособность отечественной фармацевтической продукции вследствие кризиса и девальвации национальной валюты [1].

Все перечисленные факторы являются внешними и для инвестора, безусловно, важны, однако внешние факторы не являются на 100% определяющими при принятии решения инвестировать в реальный сектор экономики. Рассмотрим отечественную фармацевтическую отрасль с точки зрения эффективности финансово-экономической деятельности субъектов отрасли.

## ● МЕТОДОЛОГИЯ ИССЛЕДОВАНИЯ

На основе данных, полученных из информационной системы «СПАРК-Интерфакс», были проанализированы производственные фармацевтические предприятия, имеющие выручку по итогам 2015 г. от 500 млн руб. без верхнего ограничения по данному показателю с

### Ключевые слова:

*производственные фармацевтические предприятия, инвестиционная привлекательность, фармацевтический бизнес, рентабельность, активы, капитал*

номерами ОКВЭД (по новой классификации<sup>1</sup>) 21.20.1 «Производство лекарственных препаратов» и/или 21.10 «Производство фармацевтических субстанций», зарегистрированные и осуществляющие свою деятельность на территории РФ. Далее был проведен детальный, поименный анализ, который позволил

## SUMMARY

**Keywords:** *pharmaceutical enterprises, investment appeal, pharmaceutical business, profitability, assets, equity.*

Investment attractiveness of pharmaceutical business is determined not only by external factors related to the State industry total support but is also provided by a high level of financial and economic activity of industrial pharmaceutical enterprises. This article analyzes the efficiency of pharmaceutical enterprises, assets and capital structure of companies of the industry.

сделать вывод, что в выборку попали производственные компании трех типов, а именно предприятия, которые производят ГЛС в большинстве своем из импортных фармацевтических субстанций; компании, которые производят исключительно фармацевтические субстанции, как правило, аффилированные с компаниями — производителями ГЛС, а также компании, осуществляющие все этапы производственного процесса ГЛС, — от разработки и производства субстанции до упаковки ГЛС (так называемые компании полного цикла).

Было проанализировано всего 110 юридических лиц с точки зрения показателей финансово-хозяйственной деятельности на основе бухгалтерской отчетности, принятой для учета в РФ. В ходе анализа принято следующее допущение. Компании, входящие в одну группу (аффилированные между собой), не были очищены на 100% от взаимных оборотов в виду непрозрачности данных, которые при раскрытии могли бы свидетельствовать о наличии трансфертного ценообразования, что является нарушением Налогового кодекса РФ.

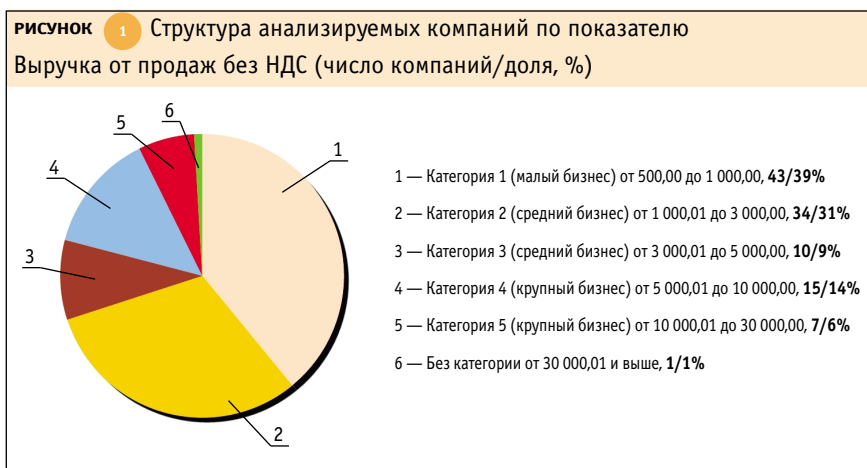
Для ранжирования компаний по категориям, как и для формирования самой выборки компаний, использовался показатель Выручки от продаж без учета НДС за 2015 г. Группировка предприятий производилась с целью анализа и оценки показателей среди компаний, сопоставимых по объемам выручки, а значит, и по доле рынка. Перечень компаний был сгруппирован по следующим категориям: категория 1 — компании малого бизнеса с объемом выручки от 0,5 до 1 млрд руб., категория 2 и 3 — компании среднего бизнеса с объемом выручки от 1 до 3 млрд руб. и от 3 до 5 млрд руб. соответственно, категории 4 и 5 — крупные компании с объемом выручки от 5 до 10 млрд руб. и от 10 до 30 млрд руб. Одна компания, попавшая в выборку (на рисунке 1 обозначена как «без категории»), имеет выручку более 62 млрд руб. по итогам 2015 г., данные этой компании были учтены только при расчете средних показателей (рис. 1). Важно отметить, что категория 5 представлена в основном компаниями иностранного происхождения,

<sup>1</sup> Общероссийского классификатора видов экономической деятельности ОК 029-2014 (КДЕС Ред.2).

сравнительно недавно локализовавшими производство на территории РФ. Особенностью таких компаний является относительно низкая эффективность бизнеса у российского юридического лица, вероятно, по причине отсутствия истории работы в качестве производственного предприятия на территории РФ, а также перераспределения прибыли при использовании схемы закупки сырья через материнскую иностранную компанию. Иностранные материнские компании таким образом оптимизируют налогооблагаемую базу, увеличивая скорость возврата вложенных инвестиций (т. е. компании-резиденты РФ еще до момента выхода из активной инвестиционной фазы начинают возвращать инвестированный капитал).

**● ТЕМП РОСТА ПРОИЗВОДСТВЕННОГО ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОГО БИЗНЕСА**

Согласно данным *таблицы 1*, средний показатель Выручки от продаж без НДС фармацевтических промышленных предприятий, зарегистрированных на территории РФ, составил по итогам 2015 г. 3,9 млрд руб., что соответствует доле рынка, равной примерно 0,2%. Данный показатель по итогам 2014 г.



(более 100% за период с 2011 по 2015 г.), а значит, и развитие, показали компании категории 4 с объемом выручки от 5 до 10 млрд руб. по итогам 2015 г. Необходимо отметить, что к данной категории относятся такие компании, как ЗАО «Биокад», АО «Генериум», НПО «Петровакс Фарм», АО «Фармасинтез» и др. Существенный рост выручки у большинства компаний данной категории связан с тем, что они реализовали в рамках программы импортозамещения разработку и выпуск на рынок препаратов-аналогов и/или оригинальных препаратов для лечения социально-значимых заболеваний, ранее не производимых на территории РФ, и смогли занять

теризует объем бизнеса: в условиях отечественной экономики увеличение показателя связано еще и с эффектом от реальной инфляции в экономике. На 2015 г. пришелся пик роста потребительских цен после девальвации национальной валюты в конце 2014 г.

**● ОПЕРАЦИОННАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ ПРОИЗВОДСТВЕННОГО ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОГО БИЗНЕСА**

Наиболее популярным для оценки эффективности работы компании является показатель EBITDA<sup>2</sup>, принятый в Международной системе финансовой отчетности, ставший популярным для оценки возможности компании обслуживать заемный капитал в эпоху увеличившегося тренда сделок по слияниям и поглощениям за счет заемного капитала. При реализации таких сделок и инвестору, и кредитору, и менеджменту интересно было убрать долгосрочное неденежное влияние на отчетность краткосрочных действий, под которыми понимались капиталовложения (так как начисленная амортизация не влияет на остатки денег на счетах). В настоящее время расчет показателя EBITDA применяется много шире. Финансисты стали использовать его как показатель, свободный от манипуляций, и как показатель финансовой эффективности компании, на который способен влиять менеджмент компании [2]. Для расчета EBITDA была использована упрощенная форма расчета. Показатель рассчитан на основе данных отчетности в соответствии с Российским стандартом бухгалтерского учета (РСБУ) как показатель Прибыль от продаж (2200 строка

**ТАБЛИЦА 1** Динамика показателя Выручка от продаж без НДС

Категория компаний	Средний показатель Выручки`000 руб.			Динамика,%	
	2015 г.	2014 г.	2011 г.	Δ2015/2011	Δ2015/2014
общий	3 857 155	3 311 606	2 555 318	50,9	16,5
категория 1	751 852	617 425	477 438	57,5	21,8
категория 2	1 687 029	1 419 030	1 188 556	41,9	18,9
категория 3	3 670 387	3 334 174	2 143 824	71,2	10,1
категория 4	7 312 759	5 418 566	3 541 680	106,5	34,9
категория 5	17 999 883	16 221 847	13 060 570	37,8	10,9

составил 3,3 млрд рублей, темп роста по отношению к 2014 г. — более 16%, в то время как темп роста отечественного фармацевтического рынка оценивался в 10% [1]. Публичные иностранные фармацевтические компании за период 2014—2015 гг. показали отрицательную динамику роста. Среди выделенных категорий промышленных компаний наибольший рост

уверенные позиции в структуре государственных закупок, заключив государственные контракты на поставку таких препаратов, заместив тем самым импортных поставщиков. Необходимо отметить, что показатель Выручки от продаж без НДС только отчасти харак-

<sup>2</sup> Доход до вычета процентов, налогов и амортизации (от англ. — Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization).

«Отчет о прибылях и убытках» Формы 2 бухгалтерского баланса), увеличенный на сумму Амортизации, которая, в свою очередь, рассчитывалась как 10% от величины Основных средств на конец периода.

Анализируя данный показатель в фактических значениях за период с 2011 по 2015 г. (табл. 2), видно, что практически по всем категориям производственных фармацевтических предприятий величина EBITDA показала темп роста выше, чем показатель темпа роста выручки за аналогичный период. Данный факт свидетельствует о том, что производственные компании становятся более эффективными в своей операционной деятельности. Это достигается более качественной работой по минимизации издержек. Показатель Операционной рентабельности (EBITDA margin<sup>3</sup>) с точки зрения внешнего анализа имеет одно основное достоинство, которое заключается в том, что с его помощью можно объективно оценивать в сравнительном аспекте финансовый результат различных предприятий одной отрасли, не учитывая при этом объем деятельности, долговую нагрузку или применяемый налоговый режим [3].

Операционная рентабельность отечественных фармацевтических производителей по итогам 2015 г. находится на уровне около 19% (табл. 3). Средний показатель уровня рентабельности по EBITDA, который демонстрируют мировые лидеры отрасли (данные некоторых из них приведены на рис. 2), составил по итогам 2015 г. около 30%, что примерно на треть превышает аналогичный показатель у анализируемых отечественных фармацевтических производителей. В то же время уровень операционной рентабельности отечественных компаний следует считать достаточно высоким, особенно учитывая, что 2014 и 2015 гг. были кризисными для экономики РФ.

Низкая операционная рентабельность компаний категории 5 объясняется, как указывалось ранее, регулированием доходности российского юридического лица таким образом, что ее часть оседает на материнских иностранных компаниях, осуществляющих операционную деятельность за пределами РФ.

Валовая рентабельность<sup>4</sup>, исходя из того, что доля Себестоимости в Выручки от продаж без НДС составляет от 54%

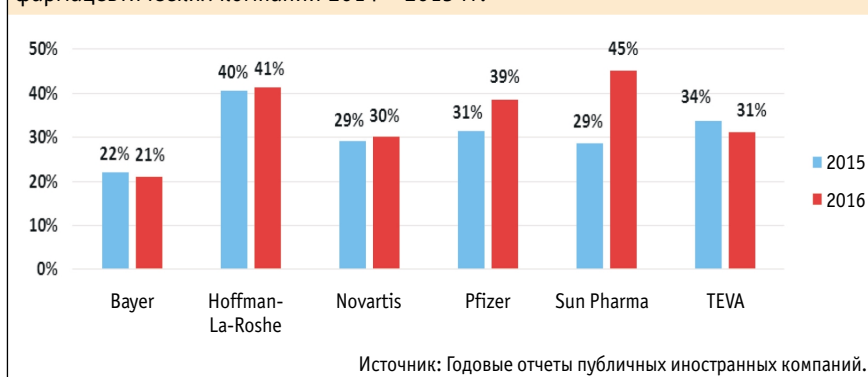
ТАБЛИЦА 2 Динамика показателя EBITDA (операционной прибыли)

Категория компаний	Средний показатель EBITDA `000 руб.			Динамика, %	
	2015 г.	2014 г.	2011 г.	Δ2015/2011	Δ2015/2014
общий	607 693	505 216	277 653	118,9	20,3
категория 1	124 594	83 729	40 220	209,8	48,8
категория 2	414 593	274 930	245 018	69,2	50,8
категория 3	682 201	603 882	535 259	27,5	12,9
категория 4	1 959 342	1 496 502	893 982	119,2	30,9
категория 5	1 248 026	1 825 885	903 937	38,1	-31,7

ТАБЛИЦА 3 Динамика показателя рентабельности по EBITDA

Категория компаний	Средний показатель рентабельности по EBITDA, %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.
общий	18,8	18,2	12,5
категория 1	20,1	16,7	13,0
категория 2	28,1	21,5	22,1
категория 3	19,7	19,4	26,9
категория 4	28,4	29,4	25,2
категория 5	6,9	11,3	6,9

РИСУНОК 2 Динамика показателя рентабельности по EBITDA иностранных фармацевтических компаний 2014—2015 гг.



до 68%, колеблется на уровне от 46 до 32%. Часто в российской системе бухгалтерского учета статьи Управленческие и Коммерческие расходы являются инструментами регулирования уровня операционной и чистой рентабельности. И если публичные компании мировой фармацевтической отрасли стремятся сократить данные статьи расходов и указывают в своих годовых отчетах на показатель эффективности управ-

ления издержками, сокращая представительские расходы, то российский бизнес прямо противоположно использует данные статьи в бухгалтерском учете. Безусловно, необходимо дифференцировать бухгалтерский и управленческий учет.

### ● РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ ПРОИЗВОДСТВЕННОГО ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОГО БИЗНЕСА ПО ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ

Величина Чистой прибыли предприятий является еще одним важным показателем. При оценке эффективности

<sup>3</sup> Рентабельность по EBITDA.

<sup>4</sup> Величина валовой прибыли, приходящейся на каждый рубль выручки от продаж, является одним из относительных экономических показателей эффективности хозяйственной деятельности.

работы предприятия используется показатель рентабельности по чистой прибыли.

Чистая прибыль — конечный результат деятельности компании, она может быть распределена среди участников, реинвестирована, потрачена на благотворительность. Последнее редко бывает актуально для субъектов развивающегося рынка, что обусловлено необходимостью реинвестировать в развитие бизнеса. На снижение величины чистой прибыли и рентабельность компании по чистой прибыли часто влияет

в валюте перед контрагентами — поставщиками сырья и оборудования. Кризис повлек за собой серию банкротств предприятий дистрибьюторского сектора фармацевтического рынка, которые являются дебиторами производителей в товаропроводящей цепочке на фармацевтическом рынке, что привело к образованию просроченной дебиторской задолженности и необходимости ее списания в убыток поставщику (производителю). Активный инвестиционный период, связанный в т. ч. с необходимостью модернизации производственных

сти дебиторов по-прежнему стоит очень остро для многих производителей. В связи с сохраняющимся трендом по увеличению неплатежеспособности торговых фармацевтических компаний в 2016 г. многими компаниями, работающими через дистрибьюторское звено, было принято решение страховать дебиторскую задолженность и/или использовать инструменты факторинга без регресса. Стоит учитывать, что банки и/или факторинговые компании неохотно заключают сделки факторинга без регресса на поставщика в связи с низкими показателями финансовой эффективности и плохой деловой репутацией многих фармацевтических дистрибьюторов.

#### ● СТРУКТУРА АКТИВОВ ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

**Основные фонды.** Производственные предприятия фармацевтической отрасли нередко представляют собой крупные, многоцелевые и капиталоемкие имущественные комплексы, которые часто включают административные здания, лабораторные и научно-исследовательские центры, химико-обрабатывающее и товарное производства и складские помещения [4]. Все сооружения комплексов должны соответствовать специальным требованиям для целей соблюдения норм GMP на производстве, которые являются обязательными для производственных фармацевтических предприятий РФ с 2016 г.

После принятия Федеральной целевой программы, направленной на модернизацию и развитие отрасли, компании производственного сектора начали реализацию проектов по переоснащению имеющихся или строительству новых производственных площадок.

Представленные в *таблице 5* данные демонстрируют такую величину балансовой стоимости производственных активов предприятия, которая не отражает действительной стоимости современных производственных комплексов, включая инженерное и технологическое оборудование. По затратному методу проект по строительству и оснащению оборудованием

**ТАБЛИЦА 4** Динамика рентабельности по чистой прибыли

Категория компаний	Средний показатель рентабельности по чистой прибыли, %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.
общий	9,1	8,3	9,01
категория 1	3,1	Negative*	6,1
категория 2	6,1	7,1	9,6
категория 3	7,3	10,8	8,6
категория 4	16,6	19,6	12,9
категория 5	3,6	0,7	8,0

\* Отрицательное значение, которое свидетельствует о чистых убытках.

ряд факторов, таких как расходы на обслуживание долга, расходы на списание просроченной Дебиторской задолженности, отрицательные курсовые разницы. Увеличивают чистую прибыль процентные доходы от размещения свободных денежных средств на депозитах, положительные курсовые разницы, доходы от продажи имущества, субсидии, возмещение по долгам.

По анализируемому пулу предприятий показатель рентабельности по чистой прибыли колеблется в зависимости от категории предприятия от 3 до 17%, среднее значение находится на уровне 9,1% по итогам 2015 г. (*табл. 4*). Анализируя показатели 2015—2014 гг., можно сделать вывод о том, что большой разброс значений показателя обусловлен тем, что в период кризиса компании по-разному реагировали на внешнюю неблагоприятную экономическую конъюнктуру. Экономический кризис негативно повлиял на деятельность производственных компаний фармацевтической отрасли. Резкая девальвация национальной валюты практически для всех производителей, работающих в РФ, сформировала отрицательные курсовые разницы по причине наличия обязательств

мощностей и приведением их к соответствию стандартам Надлежащей производственной практики (GMP), вынудило производственные предприятия привлекать заемный капитал. Его необходимо обслуживать, а процентные расходы в кризисный период для отечественных предприятий резко выросли в связи с ростом ключевой процентной ставки и стоимости ликвидности на рынке. Действие факторов, отрицательно влияющих на величину чистой прибыли и рентабельность по чистой прибыли, частично было сглажено тем, что в 2015 г. часть компаний получила возмещение от государства в виде субсидирования расходов по обслуживанию заемного капитала (возмещение по расходам на обслуживание заемных средств за период 2013—2014 гг.). Также компании к концу 2015 г. опытным путем научились хеджировать<sup>5</sup> валютный риск. В условиях сохраняющейся зависимости от импортного сырья и оборудования потребность в инструментах страхования от валютных колебаний стала очень актуальна. Вопрос проблемной задолженно-

<sup>5</sup> Применять меры, нацеленные на страхование от валютных колебаний и их негативного влияния на экономику предприятия.

ТАБЛИЦА 5 Динамика балансовой стоимости основных средств предприятий

Категория компании	Средняя балансовая стоимость основных средств `000 руб.			Доля в структуре Актива %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.	2015 г.	2014 г.	2011 г.
общий	705 106	611 765	335 877	15,4	16,1	14,4
категория 1	254 166	245 604	171 871	28,9	33,1	33,8
категория 2	588 259	470 670	321 757	25,7	23,7	24,3
категория 3	1 058 329	623 622	216 532	19,8	12,9	11,0
категория 4	1 447 159	1 278 786	673 739	17,2	19,7	18,7
категория 5	1 745 915	1 335 189	833 014	8,2	7,5	6,8

современного производственного фармацевтического комплекса имеет бюджет от 2 млрд руб. Такое несоответствие происходит сразу по нескольким причинам: 1) производственные компании с небольшой долей рынка для соответствия стандартам Надлежащей производственной практики не реализуют проекты по строительству новых производственных комплексов, а модернизируют имеющиеся производственные мощности; 2) часто производственное оборудование промышленные компании приобретают, используя в

ТАБЛИЦА 8 Динамика величины запасов в структуре баланса

Категория компании	Средний объем запасов `000 руб.			Доля в структуре Актива %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.	2015 г.	2014 г.	2011 г.
общий	892 528	678 507	531 130	19,6	17,9	22,8
категория 1	166 919	148 102	113 301	19,0	19,9	22,3
категория 2	492 541	403 126	339 647	21,6	20,3	25,6
категория 3	966 878	760 533	433 402	18,1	15,8	22,1
категория 4	1 634 400	1 082 834	81 597	19,5	16,7	2,3
категория 5	3 509 153	2 821 173	2 565 032	16,4	15,9	21,0

ТАБЛИЦА 6 Динамика величины нематериальных активов в структуре баланса

Категория компании	Средняя балансовая стоимость НМА `000 руб.			Доля в структуре Актива %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.	2015 г.	2014 г.	2011 г.
общий	143 154	141 951	6 675	3,1	3,7	0,3
категория 1	5 416	6 785	3 823	0,6	0,9	1,2
категория 2	19 075	20 489	2 006	0,8	1,0	0,2
категория 3	692 462	549 045	3 419	12,9	11,4	0,2
категория 4	78 711	114 234	10 616	0,9	1,8	0,3
категория 5	966 406	1 112 215	45 037	4,5	6,8	0,4

качестве финансирования лизинг, в этом случае активы могут быть поставлены на баланс лизинговой компании до момента полного выкупа оборудования, 3) у некоторых производственных компаний имущество не является завершенным, по этой причине не поставлено на балансовый учет как Основные средства, относится на статью Незавершенное строительство, 4)

<sup>6</sup> При выполнении следующих условий: имущество создано или приобретено в целях ведения деятельности на территории зоны и/или имущество находится на территории зоны и/или имущество фактически используется на территории зоны [6].

многие фармацевтические производственные компании, являясь резидентами ОЭЗ, имеют налоговые преференции в виде освобождения от уплаты налога на имущество на срок 5–10 лет (в зависимости от ОЭЗ) с момента постановки имущества на учет<sup>6</sup>; инвесторы промышленно-производственных зон также вправе применять ускоренную амортизацию, устанавливая повышающий коэффициент. Таким образом, многие компании-резиден-

ты ОЭЗ для оптимизации налогооблагаемой базы стараются за период действия преференции по освобождению от налога на имущество амортизировать это имущество.

**Нематериальные активы (НМА).** Исследования и разработки — важный аспект в деятельности производственной фармацевтической компании, результатом которого являются нематериальные активы компании в виде интеллектуальной собственности.

Мировые производители лекарственных препаратов постоянно наращива-

ТАБЛИЦА 7 Динамика величины денежных средств в структуре баланса

Категория компании	Средний объем денежных средств `000 руб.			Доля в структуре Актива %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.	2015 г.	2014 г.	2011 г.
Общий	303 182	164 803	120 737	6,6	4,4	5,2
категория 1	37 958	32 245	22 947	4,3	4,4	4,5
категория 2	107 461	61 790	38 010	4,7	3,14	2,9
категория 3	97 623	134 609	47 960	1,8	2,8	2,4
категория 4	986 889	426 261	264 048	11,8	6,6	7,3
категория 5	1 303 256	653 549	38 231	6,1	3,7	0,3

ют мощности своих R&D<sup>7</sup> подразделений, реинвестируют от 10 до 25% чистой прибыли в исследования и разработки [5]. Такая стратегия оправдана, она обеспечивает сохранение и наращивание доли рынка конкретного игрока.

Бухгалтерская отчетность отечественных производственных фармацевтических предприятий не отражает объективно ситуацию с реальной стоимостью нематериальных активов. За пери-

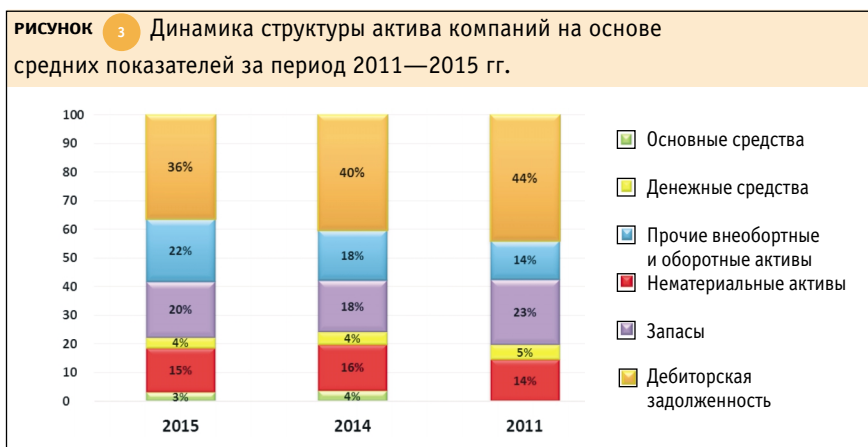
Есть еще одна техническая особенность, характерная для бухгалтерского учета отечественных производителей. Некоторые компании результаты НИОКР относят на статью баланса Прочие внеоборотные активы, не выделяя отдельной статьей затраты и результаты НИОКР. Таким образом, реальную величину нематериальных активов получить из информации, представленной в открытых источниках, затруднительно. Суммы затрат на НИОКР отечествен-

поддержки являются дополнительным инструментом накопления ликвидности. Как правило, компании получают в качестве мер государственной поддержки субсидии по ранее понесенным затратам на уплату процентов по привлекаемым инвестиционным и оборотным кредитам.

**Запасы.** Значительная доля Запасов в Активе баланса предприятий, около 20% (данные *табл. 8*), объясняется тем, что производственные компании работают с оптовыми дистрибьюторами, которые далее по товаропроводящей цепочке являются поставщиками по государственным контрактам, либо сами производственные компании участвуют в государственных тендерах. Одним из условий таких тендеров на поставку является обеспеченность поставщика определенным объемом запасов на дату тендера, то есть производители вынуждены нарабатывать продукцию заранее, формируя необходимый запас. Тендеры по государственным закупкам в последние два года некоторым образом перераспределились с IV квартала на другие периоды: пики приходятся на стык I—II и III—IV кварталов. Также отрасль имеет определенную сезонность, связанную с периодами повышения заболеваемости.

В конце года производители активно формируют запасы сырья для производства готовой продукции. Важно также отметить, что к статье бухгалтерского баланса Запасы относится не только готовая продукция, но и запасы сырья, которые компании часто стремятся наращивать. Это делается не только с целью получения скидки от поставщика за более значительные объемы закупок, но и желая застраховать себя от удорожания импортного сырья вследствие падения курса национальной валюты (на фоне высокой волатильности). Данный способ хеджирования валютных рисков не всегда оправдан, так как в случае укрепления курса рубля эффект будет прямо противоположный.

Рассматривая более подробно вопрос взаимодействия производителей лекарственных средств с дистрибьюторским звеном, необходимо иметь в виду, что для препаратов, включенных в перечень ЖНВЛП, устанавливается предельный уровень торговой надбавки для оп-



од с 2014 по 2015 гг. средняя доля Нематериальных активов фармацевтических производственных компаний не превышала 3—4% (*табл. 6*), что является экстремально низким значением по сравнению с компаниями, работающими на мировом фармацевтическом рынке, где стоимость таких активов занимает порой до 50—70% в общей структуре активов. Такая особенность, характерная для отечественных производственных компаний, связана с целым рядом причин. Во-первых, сказывается низкий до недавнего времени уровень инвестиций в промышленную науку и, как следствие, практически полное отсутствие результатов НИОКР в Активе баланса многих производственных компаний. Нематериальные активы, приобретенные ранее, в настоящее время являются амортизированными и по балансовой стоимости не представляют ценности.

Во-вторых, отечественные производственные фармацевтические предприятия относят затраты на разработку лекарственных средств не на капитальные вложения, а на операционные расходы в отличие от зарубежных коллег.

ных фармацевтических предприятий по-прежнему крайне малы, что не позволяет пока говорить о реализации плана по инновационному развитию отрасли: отечественная фармацевтическая отрасль в начале пути.

**Денежные средства.** Анализируя ликвидность баланса, можно говорить о достаточно высокой доле показателя наиболее ликвидных активов — Денежных средств, особенно у предприятий крупного сегмента. Но нужно иметь в виду, что речь идет о показателе на конец года, когда, как правило, происходят значительные расчеты по погашению дебиторской задолженности и формируется определенный объем ликвидности у компаний вне зависимости от отрасли.

Однако стоит заметить, что среднее значение в абсолютном выражении — более 300 млн руб. и порядка 6—7% от валюты баланса позволяет говорить об игроках фармацевтической отрасли как о компаниях «cash rich»<sup>8</sup>. Последние два года меры государственной

<sup>7</sup> Research and development — исследования и разработки.

<sup>8</sup> Располагающий большой наличностью.

товых и розничных компаний при формировании отпускной стоимости препаратов. Величина надбавки зависит от используемой каждым предприятием системы налогообложения, региона, в котором работает фармацевтическая компания, а также ценовой категории препарата.

Действующие ограничения по величине наценки делает работу торговых звеньев товаропроводящей цепочки часто низкорентабельной. Поэтому дистрибьюторы, взявшие на себя функцию продвижения и реализации фармацевтической продукции и имеющие все необходимые коммерческие и административные связи для реализации поставок по государственным закупкам, как правило, вынуждают производителей «делиться маржой» в форме бонусов и ретро-бонусов по контрактам на закупку ЖВНЛП, которые уплачиваются за определенный объем покупаемой продукции. Такие выплаты в пользу дистрибьюторов фактически увеличивают себестоимость реализуемых производителем препаратов. Эти затраты относятся к постоянным и корректируют операционную эффективность производственного фармацевтического предприятия.

Еще одной особенностью работы с дистрибьюторским сектором фармацевтической отрасли является то, что по всем категориям фармацевтической продукции дистрибьютор работает с поставщиком-производителем согласно договорам на условиях относительно длинной отсрочки — до 120 дней, при этом по факту происходят задержки в погашении дебиторской задолженности на срок от 30 до 45 дней. Это связано с постоянным кризисом ликвидности у предприятий данного сегмента: как правило, они работают в режиме финансовой дыры, когда более ранние поставки производителя оплачиваются ему выручкой по текущим поставкам по государственным контрактам и/или в коммерческой рознице. Разрыв сформирован вследствие невозможности покрыть существующие расходы за счет имеющейся наценки, которая в лучшем случае формирует операционную маржу в 5%, но чаще колеблется на уровне 1–3%.

За 2015 г. по анализируемым компаниям средняя оборачиваемость дебиторской задолженности составила 150 дней, или

2,42 в относительном выражении. Оборачиваемость в днях за период с 2011 по 2015 гг. составила порядка 126 дней/год. Показатель оборачиваемости очень плохой и продолжает ухудшаться в том числе и потому, что на сегодняшний день значительная часть дебиторской задолженности производителя становится просроченной, а в некоторых случаях и невозвратной. Использование инструмента

характеризует такая структура Пассива баланса, согласно данным *таблицы 9*, где более  $\frac{1}{3}$  (средний показатель) приходится на Собственный капитал, то есть изначальные вложения собственников бизнеса и накопленный за период существования компании чистый экономический эффект (реинвестированная чистая прибыль). Это хороший показатель. Такая структура капитала

**ТАБЛИЦА 9** Динамика собственного капитала в структуре баланса

Категория компании	Средняя величина собственного капитала ` 000 руб.			Доля в структуре Актива %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.	2015 г.	2014 г.	2011 г.
общий	1 551 607	1 245 959	809 924	33,9	32,9	34,8
категория 1	203 606	176 281	136 964	23,2	23,8	26,9
категория 2	994 084	875 277	670 154	43,5	44,0	50,5
категория 3	2 083 521	1 715 202	1 056 423	38,9	35,6	53,8
категория 4	4 184 358	3 097 465	3 383 904	49,8	47,7	93,9
категория 5	8 741 692	7 314 263	4 149 103	40,8	41,1	33,9

страхования дебиторской задолженности должно быть крайне желательно (best efforts) сегодня для производителей, сотрудничающих с дистрибьюторским сектором, чтобы иметь возможность минимизировать риск неполучения оплаты по произведенным отгрузкам.

Можно пытаться перевести систему расчетов на предоплату, однако в условиях конкуренции со стороны представителей мировых фармацевтических производителей, по инициативе которых были сформированы условия работы на рынке по отсрочке платежей, системе бонусов и ретро-бонусов, существовать на рынке без наличия зависимого дистрибьюторского звена (например, дочерней дистрибьюторской компании) отечественным производителям будет сложно.

#### ● СТРУКТУРА КАПИТАЛА ПРОИЗВОДСТВЕННЫХ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

**Собственный капитал и рентабельность собственного капитала.** Структура пассивов в отчетности компании отражает то, за счет чего были сформированы активы, используемые предприятием в его деятельности. Отечественные производственные компании

говорит о том, что собственники компании практически не распределяют чистую прибыль компании в полном объеме, реинвестируют значительную часть в бизнес, обеспечивая тем самым его развитие.

Самый низкий средний показатель доли Собственного капитала характеризует малые предприятия. Данный факт обусловлен более низким уровнем у данных предприятий рентабельности по чистой прибыли: около 3% по итогам 2015 г., отрицательным значением — в 2014 г. Очевидно, что малые предприятия несут порой сравнимый с более крупными компаниями объем постоянных затрат в абсолютном выражении, однако небольшой масштаб деятельности не позволяет сформировать им достаточную операционную и чистую прибыль. К тому же малые предприятия, как правило, в большем объеме распределяют чистую прибыль между собственниками бизнеса. Это связано с тем, что малый бизнес менее устойчив, более подвержен негативному влиянию кризисных явлений (т. е. наиболее рискованный) и часто может благополучно существовать только в условиях стабильной экономики.

Говоря о Собственном капитале необходимо отметить, что важным для собственника/инвестора является показатель рентабельности капитала, определяющий, сколько процентов зарабатывает каждый вложенный в производство рубль.

Средний показатель рентабельности собственного капитала по анализируемым компаниям по итогам 2015 г. составляет более 22% (табл. 10). Если сопоставлять данную величину с величиной ключевой ставки ЦБ РФ или с рыночным значением ставки по депозиту, что корректнее для собственника капитала, то становится очевидным, что при ставке по депозитам в 2015 г. на уровне от 9 до 17% годовых (по данным портала Банки.ру) отдача на капитал в случае инвестирования в бизнес выше, а значит, привлекательнее для собственника капитала.

**Заемный капитал и долговая нагрузка.** Привлеченный капитал производственных фармацевтических компаний представлен и долгосрочными,

**ТАБЛИЦА 10** Динамика рентабельности собственного капитала

Категория компаний	Рентабельность собственного капитала, %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.
Общий	22,62%	22,14%	28,44%
категория 1	11,41%	Negative	21,15%
категория 2	10,37%	11,58%	17,04%
категория 3	12,80%	20,97%	17,36%
категория 4	29,09%	34,25%	13,51%
категория 5	7,48%	1,45%	25,28%

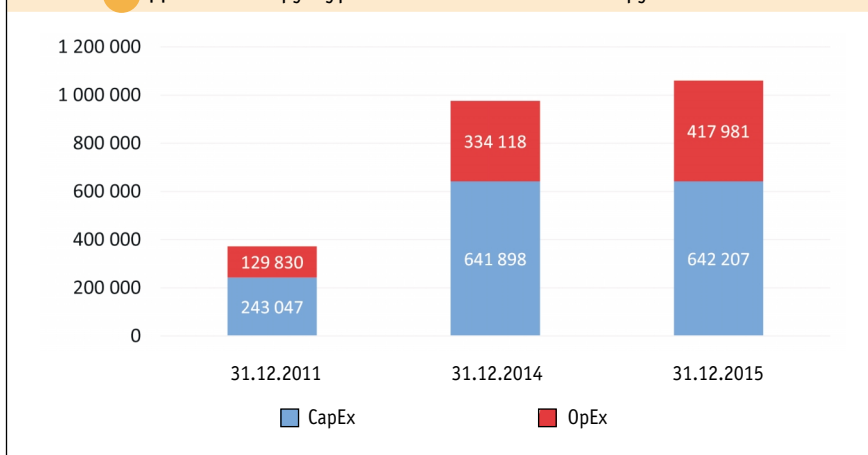
производственных мощностей. Операционные кредиты выросли в объеме по причине того, что расширение мощностей приводит к необходимости на начальных этапах увеличить оборотный капитал для возможности загрузки дополнительных мощностей. Кризисные явления и активная политика импортозамещения также сказались на необходимости увеличения мощностей предприятия и увеличении оборотного капитала.

составляют примерно пятую часть от общего бюджета проекта.

По анализируемым компаниям объем финансирования длинными деньгами по итогам 2015 г. колеблется от 300 млн до 4 млрд руб. Большие миллиардные кредиты доступны крупным компаниям, имеющим возможность обслуживать долг и обладающим необходимыми компетенциями для реализации крупных проектов. Иногда компании реализуют инвестиционные проекты, используя операционные кредиты. В этом случае все положительные денежные потоки от операционной деятельности направляются на финансирование капитальных затрат, при этом для финансирования текущих затрат компания использует заемный оборотный капитал. Такая схема финансирования, несмотря на простоту реализации, является рискованной для компании (возникает риск рефинансирования). Банки, как правило, такой риск принимают на компанию с очень хорошим финансовым положением, когда запас ликвидности и уровень рентабельности бизнеса вдвое превышает средние показатели по рынку.

Фармацевтические производственные компании являются качественным заемщиком для кредитной организации. Но при любой кредитной сделке организация, предоставляющая финансирование, использует определенные меры контроля и ограничений в отношении компаний, которым предоставляется финансирование. Для этих целей обычно используются ковенанты. Одним из наиболее распространенных и часто используемых в отношении заемщика ковенант является соблюдение предприятием на протяжении всего

**РИСУНОК 4** Динамика структуры заемного капитала 000`руб.



чаще всего инвестиционными кредитами (CapEx<sup>9</sup>), и кредитами краткосрочными на пополнение оборотного капитала компании (OpEx<sup>10</sup>) (рис. 4). При этом необходимо отметить, что заемный капитал фармацевтические производственные компании часто не используют в принципе, так как многие игроки рынка инвестируют прежде всего собственные денежные средства (прибыль/капитал).

Возросший объем заемного капитала в 2014–2015 гг. по анализируемым компаниям обусловлен реализацией проектов по расширению и модернизации

Среднее значение долгосрочных кредитов в размере 642 млн руб. не отражает реальной потребности в заемном инвестиционном капитале. Как говорилось ранее, средний проект по строительству фармацевтического завода оценивается по затратному методу в 2 млрд руб. В случае если компания для реализации проекта привлекает заемный капитал, то финансирование происходит в пропорции 30/70, а чаще 20/80, то есть собственные средства

<sup>9</sup> Capital Expense – капитальные затраты.

<sup>10</sup> Operating Expense – операционные затраты.



периода кредитования определенного уровня долговой нагрузки<sup>11</sup>. Определяется как соотношение Чистого долга<sup>12</sup> с величиной Операционной прибыли (ЕБИТДА). В классическом анализе такой показатель не должен превышать значения 4, для компаний в активной инвестиционной фазе допустимо значение 4,5, то есть величина суммарного чистого долга не может более чем в 4 раза превышать Операционную прибыль (ЕБИТДА).

Исходя из данных *таблицы 11*, показатель долговой нагрузки по анализируемым производственным компаниям не превышает принятых предельных значений. Напротив, данный показатель значительно ниже предельных значений по всем анализируемым категориям компаний в 2015 г.

Это обеспечивается за счет высокого уровня операционной прибыли компании и значительными остатками денежных средств на балансе предприятия, а также разумным подходом со стороны заемщика при формировании своего кредитного портфеля и структуры капитала.

Таким образом, отечественные производственные фармацевтические компании осуществляют свою деятельность на динамично развивающемся рынке. Несмотря на замедление темпов роста отечественного фармацевтического рынка, возможности для отечественных фармацевтических производителей можно оценить как большие. Это подтверждается опережающими темпами роста показателя Выручка промышленных предприятий в сравнении с темпом роста рынка в целом. Данный факт связан с программой импортозамещения, активной поддержкой отечественной фармацевтикой промышленности со стороны государства, лоббированием интересов отечественных производителей в системе государственных закупок, финансовой поддержкой промышленных предприятий, осуществляющих инвестиционную деятельность и занимающихся разработ-

**ТАБЛИЦА 11** Динамика уровня долговой нагрузки

Категория компаний	Чистый финансовый долг/ ЕБИТДА, %		
	2015 г.	2014 г.	2011 г.
Общий	1,0	1,5	0,8
категория 1	2,2	3,1	2,9
категория 2	1,3	1,5	0,8
категория 3	1,3	1,2	0,5
категория 4	0,1	0,6	0,2
категория 5	4,2	2,6	1,7

кой новых лекарственных препаратов, как оригинальных, так и аналогов.

Операционная рентабельность производственных фармацевтических компаний достаточно высокая. Такая рентабельность позволяет компаниям, даже в условиях кризиса и резкого удорожания привлекаемого финансирования, обслуживать внешние долги.

Рентабельность по чистой прибыли компаний позволяет говорить о том, что, исходя из среднего показателя, около 10% от годового оборота компании может быть реинвестировано в производство. Это достаточно хороший показатель, который, наряду с использованием внешнего финансирования, может обеспечить интенсивное развитие производственных предприятий и фармацевтической промышленности в целом.

Структура Актива баланса промышленных фармацевтических предприятий несовершенна. Менее 20% активов суммарно представлены реальными акти-

вами (Основные средства и Нематериальные активы), еще около 7% составляют Денежные средства. Основная часть Актива представлена Дебиторской задолженностью, с очень низким коэффициентом оборачиваемости — более 120 дней. Такая дебиторская задолженность кроет в себе риск ограниченной невозвратности. Фактически это коммерческие кредиты, предоставляемые торговым участникам фармацевтического рынка.

Структура капитала является сбалансированной. Величина Собственного капитала составляет более трети суммарного капитала, что является хорошим показателем. Рентабельность капитала высокая. Заемный капитал характерен лишь для части предприятий, при этом уровень долговой нагрузки значительно ниже предельных значений, определенных кредиторами при оценке финансового положения производственного предприятия.



#### ИСТОЧНИКИ

1. Ишмухаметов А.А., Трофимова Е.О., Новиков А.И. и др. Российский фармацевтический рынок: Итоги 2015 года. Ремедиум, 2016, 231 с.
2. Кочешков А. Как рассчитать ЕБИТДА на основе бухгалтерских данных. Финансовый директор, 12.08.2016. [Электронный ресурс] URL: <http://fd.ru/articles/158069-qqq-16-m8-12-08-2016-kak-rasschitat-ebitda-na-osnove-buhgalterskih-dannyh> (дата обращения 26.01.2016).
3. Захаров А.А. Стоит ли применять ЕБИТДА при оценке финансовых результатов? Планово-экономический отдел, 2012, 12. [Электронный ресурс]. URL: [http://www.profiz.ru/peo/12\\_2012/primenenie\\_ebitda/](http://www.profiz.ru/peo/12_2012/primenenie_ebitda/) (дата обращения 26.01.2016).
4. Reilly RF «Intellectual Property Considerations in Pharmaceutical Industry Processing/Manufacturing plant Valuations». // Willamette Management Associates. – Insights, Spring 2006
5. Лукьянчук Е. На что фармацевтические компании тратят свои средства? Газета «Еженедельник АПТЕКА», 26.05.2014, 942(21). [Электронный ресурс]. URL: <http://www.apteka.ua/article/293000>.
6. Налоговые льготы для резидентов особых экономических зон. Сайт Министерства экономического развития РФ. [Электронный ресурс]. URL: <http://economy.gov.ru/minec/activity/sections/sez/preferences+/taxconcession>.

<sup>11</sup> Договорное обязательство, которое заемщик дает кредитору, имеющее юридическую силу, невыполнение ковенант кредитного договора дает право кредитору объявить заемщику дефолт.

<sup>12</sup> Определяется как разница между суммарным долгом (долгосрочный и краткосрочный) и величиной денежных средств на балансе предприятия.