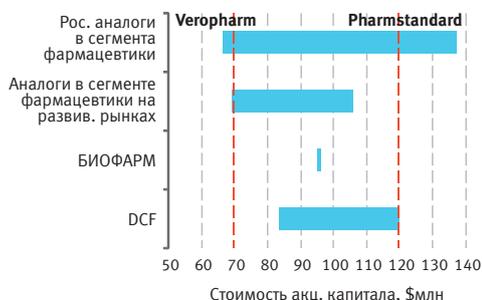


# Диод:

## Ставка на здоровый образ жизни

### Диапазон оценки акционерного капитала



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

### В 2009-2014 годах фармрынок оценочно будет расти по 12% в год



Источник: Росстат

### Выручка компании может удвоиться к 2012 году



Источники: Росстат, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

Компания «Диод» является вторым по величине российским производителем биологически активных добавок (БАД) с быстро растущим сегментом фармацевтики, причем данный сегмент в ближайшие годы должен стать основным драйвером роста выручки компании. Мы считаем, что «Диод» предлагает инвесторам возможность диверсифицированных инвестиций в российский фармрынок благодаря своим позициям в сегментах фармацевтики, пищевых добавок и активной косметики. Сильная база исследований и разработок «Диода» в сочетании с ответственной сетью дистрибуции обеспечивает компании хорошие позиции для получения выгод от роста расходов на фармацевтическую и парафармацевтическую продукцию в России. Наш диапазон оценки акционерного капитала компании составляет \$70-120 млн.

### Доводы в пользу инвестирования

**Вторая по размерам российская компания, занимающаяся выпуском пищевых добавок и владеющая наиболее успешно продаваемыми брендами в отрасли.** В 2009 г. доля «Диода» на рынке пищевых добавок в России равнялась 6%, а на рынке активной косметики – 3,4%. Компания располагает сильным портфелем, включающим в себя самые успешно продаваемые на рынке бренды пищевых добавок (по данным компании с 2006 г. «Капилар» - лидер продаж среди БАД в России). По нашим оценкам, рынок парафармацевтики будет расти в 2009-2014 гг. с CAGR 12%.

**Быстро растущий сегмент фармацевтики,** в котором компания увеличивает свое присутствие, делает «Диод» более диверсифицированной компанией. По оценкам компании, доля сегмента фармацевтики в общем объеме выручки вырастет с 9% в 2009 г. до 39% в 2013 г. Согласно нашим прогнозам, сегмент фармацевтики вырастет по итогам 2010 г. почти на 100% г-г на фоне вывода на рынок новых продуктов (по данным компании, за 1К10 сегмент фармацевтики вырос на 421% г-г в рублевом выражении).

**Достижение синергии от одновременного присутствия в сегментах фармацевтики и пищевых добавок должно пойти на пользу «Диоду».** Мы полагаем, что компания может добиться ощутимого синергетического эффекта от бизнеса по выпуску пищевых добавок и сегмента фармацевтики на уровне маркетинга, брендирования, дистрибуции, а также исследований и разработок. Мы считаем использование зонтичных брендов как в сегменте пищевых добавок, так и в сегменте фармацевтики быстрым и практичным путем для достижения синергии между различными бизнес-направлениями.

### Оценка

Наш предполагаемый диапазон оценки акционерного капитала «Диода» составляет \$70-120 млн. Верхней границей диапазона оценки является величина DCF-оценки после проведения анализа чувствительности к WACC и темпам роста в постпрогнозном периоде. Нижняя граница диапазона оценки определяется по смешанному мультипликатору EV/EBITDA 2010г. за последние две недели: Biofarm (румынского производителя пищевых добавок) с весом 25% и «Верофарма» (российского производителя фармацевтической продукции) с весом 75%. Исходя из указанного диапазона оценки, «Диод» оценивается по EV/EBITDA 2010П на уровне 6,3-10,2х.

### Предполагаемая оценка «Диода»

Стоимость акц. капитала, \$ млн	70	83	95	108	120	АНАЛОГИ НА РАЗВИВ. РЫНКАХ	ВЕРОФАРМ	БИОФАРМ	ФАРМСТАНДАРТ
Стоимость компании, \$ млн	82	95	107	120	132				
2010E P/E	9.1	10.7	12.4	14.0	15.6	13.7	7.3	14.0	13.8
2010П EV/EBITDA	6.3	7.3	8.3	9.2	10.2	7.8	6.1	8.3	10.6

Источники: Bloomberg, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

### Риски

Мы отмечаем ряд рисков, связанных с оценкой «Диода». Мы видим риск изменения в требованиях регулятора рынка (например, запрет на рекламу или продажи пищевых добавок в аптечных сетях), что может сильно повлиять на результаты оценки. Кроме того, мы хотели бы отметить бизнес риски, связанные с достижением быстрого роста выручки компании.

АНАЛИТИКА +7 (495) 232 9966

Виктор Дима vdima@open.ru

Мария Бовыкина bovykina@open.ru

## Содержание

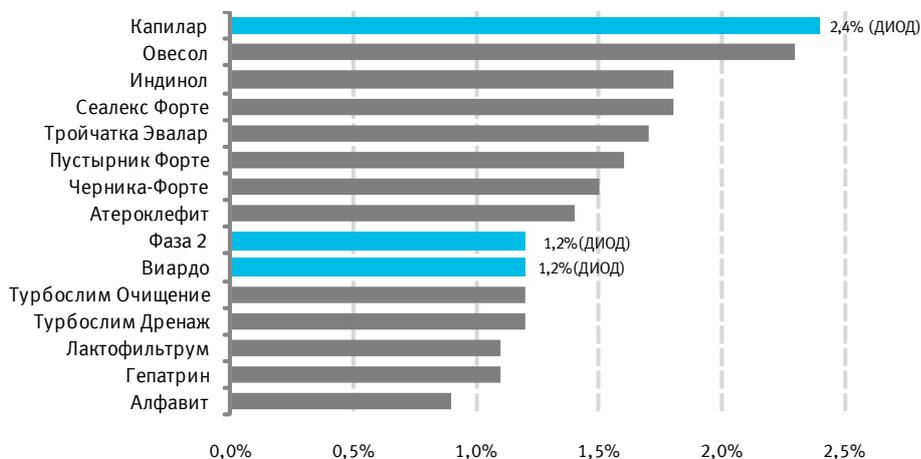
<b>Инвестиционное резюме .....</b>	<b>3</b>
<b>Оценка .....</b>	<b>6</b>
Расчет справедливой стоимости акционерного капитала на основе DCF и мультипликаторов .....	6
DCF-оценка .....	7
Оценка на основе мультипликаторов .....	8
<b>Обзор рынка .....</b>	<b>10</b>
Драйверы роста фармрынка.....	10
Рынок, на котором доминируют иностранные компании .....	13
Участие правительства в развитии фарминдустрии .....	13
Рынок парафармацевтики .....	14
<b>Обзор компании .....</b>	<b>17</b>
Информация об ОАО «Диод» .....	17
Бизнес-направления и производственные мощности .....	17
Стратегия развития.....	21
Показатели выручки за 1 кв. 2010 г. ....	23
<b>Финансовые прогнозы .....</b>	<b>24</b>
<b>Риски .....</b>	<b>26</b>
<b>Финансовые показатели (МСФО) .....</b>	<b>28</b>

## Инвестиционное резюме

«Диод» является второй по величине российской компанией по производству пищевых добавок с долей рынка в 2009 г. 6% (по пищевым добавкам) и 3,4% (по активным косметическим препаратам), что дает компании возможность для успешного увеличения своего присутствия на рынке.

Внушительный портфель брендов, включая бренды – лидеры продаж на рынке пищевых добавок. Самым хорошо продаваемым препаратом «Диода» является «Капилар», входящий в лидеры продаж пищевых добавок в России начиная с 2006 г. (по данным компании).

### Доля ключевых брендов «Диода» на российском рынке парафармацевтики (2009г.)



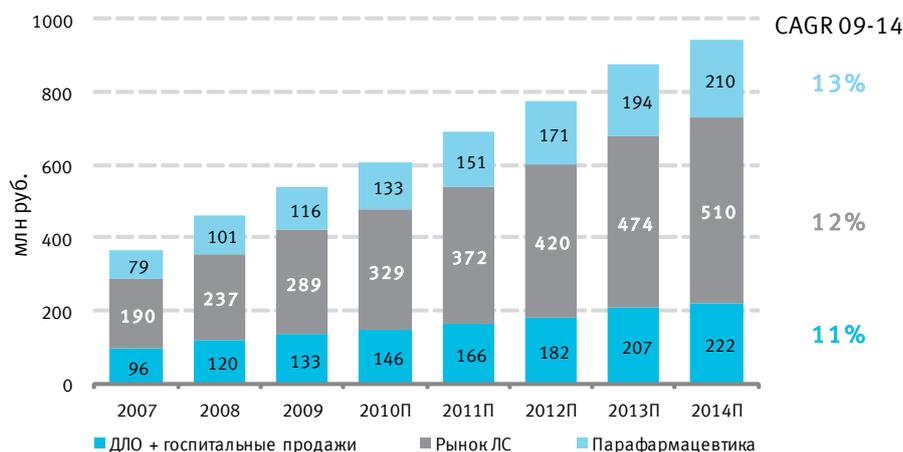
Источник: данные компании

**Сегмент фармацевтики – самый сильный драйвер роста выручки «Диода».** Согласно нашим оценкам, данный сегмент будет расти в 2009-2014 гг. с CAGR более 80%, что должно сделать «Диод» еще более мощной фармацевтической компанией. По данным компании, сегмент фармацевтики вырастет с 9% в общей структуре выручки до 39% в 2013 г. на фоне запуска новых продуктов.

**Диверсификация присутствия на российском фармрынке.** «Диод» предлагает инвесторам диверсифицировать риски присутствия на фармрынке за счет входа в его различные сегменты – фармацевтической продукции, пищевых добавок, фармацевтических субстанций и медицинского оборудования. Это не только страхует компанию от различных изменений в том или ином сегменте рынка, но также обеспечивает компании определенную выгоду от смены потребительских трендов и предпочтений в сторону более здорового образа жизни и превентивного применения медицинских препаратов.

**Выгода от присутствия на быстрорастущем рынке.** Согласно нашим консервативным оценкам, российский фармрынок (включая сегмент парафармацевтики) будет расти в 2009-2014 гг. с CAGR 12,6%, а коммерческий сегмент фармрынка – с CAGR на уровне 12%. К тому же, фармрынок менее подвержен воздействию экономических. Например, в 2009 г. фармрынок вырос в России на 18% в рублевом выражении, при этом его коммерческий сегмент за тот же период увеличился на 22%.

### Прогноз роста рынка



Источник: Росстат, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Достижение выгодной для «Диода» синергии от выпуска фармацевтической продукции и пищевых добавок.** На наш взгляд, компания могла бы получить существенный синергетический эффект на уровне маркетинга, брендирования, дистрибуции и НИОКР от бизнеса по производству пищевых добавок и фармацевтического сегмента.

**Осваивание новых каналов дистрибуции расширяет для компании возможности по выходу на конечного потребителя** и должно оказать поддержку росту продаж. «Диод» активно ищет возможности прямых продаж в продуктовых сетях и, по данным компании, в итоге эти усилия должны привести к значительному увеличению продаж компании через несколько лет (до приблизительно 25% общего объема).

**Сильное подразделение исследований и разработок – отличительная черта «Диода».** В департаменте исследований и разработок «Диода», годовой бюджет которого составляет 100 млн руб. в год, работает более 30 сотрудников. Мы полагаем, что сильный департамент исследований и разработок «Диода» обеспечивает компании в долгосрочной перспективе конкурентное преимущество. Благодаря проделанной работе данного подразделения «Диод» владеет на фармрынке более чем 82 патентами.

**Диверсифицированный портфель продуктов**

	НЕЛЕКАРСТВЕННЫЕ ПРЕПАРАТЫ ДЛЯ ВНУТРЕННЕГО ПРИМЕНЕНИЯ	ЛЕЧЕБНОЕ И СПЕЦИАЛИЗИРОВАННОЕ ПИТАНИЕ	НЕЛЕКАРСТВЕННЫЕ ПРЕПАРАТЫ НАРУЖНОГО ПРИМЕНЕНИЯ	БРЕНДИРОВАННЫЕ ДЖЕНЕРИКИ	ОРИГИНАЛЬНЫЕ ФАРМПРЕПАРАТЫ
<b>СЕРДЕЧНО-СОСУДИСТЫЕ</b>	Капилар	Капилар кардио	Капилар крем бальзам	Капилар Эналаприл	Гипоксен
	Капилар-кардио	Капилар 120/80	Капилар гель для ног	Капилар Бета-блокатор	Капилар форте
	Капилар 120/80				Диквертин
	Армакор				Саливертин
	Селен-актив				
<b>НЕВРОЛОГИЧЕСКИЕ</b>	Нуровена	Душевный чай успокоительный			Асковертин
	Масляный экстракт с успокоительным эффектом	Душевный чай активный день			Мебикс
					Капилашка
<b>АРТРОЛОГИЧЕСКИЕ</b>	Артро-актив капсулы	Артро-актив питающий	Артро актив согревающий	Артро актив Немесулид	Артро актив форте противовоспалит
	Артро-актив питающий таб		Артро-актив питающий	Артро актив Диклофенак	Артро-актив форте восстанавлив Артро-стронг
<b>ПРОТИВОВИРУСНЫЕ И АНТИБАКТЕРИАЛЬНЫЕ</b>	Араглин Д	Горячее питье при гриппе	Зубная паста	Георгий спрей для носа	Орвирем
	Бронходиол			Орвирем таблетка	Арбистронг
	Пульмо актив				
<b>ОНКОЛОГИЧЕСКИЕ</b>		Базидиальные грибы			Химдетокс
<b>ГИНЕКОЛОГИЧЕСКИЕ</b>	Стелла	Стелла	Георгий		Стелла фарм
<b>ОФТАЛЬМОЛОГИЯ</b>	Окулист	Окулист	Тоник Окулист		Окулист-форте
	Окулист-черника				
	Окулист-лютеин				
<b>КОНТРОЛЬ МАССЫ ТЕЛА</b>	Фаза 1	Фаза 0		Фаза 3 форте	
	Фаза 2	Фаза 1 (олеан)			
	Фаза 4 (Блокатор сладкого)	Фаза 3			
		Космоссуп			
<b>ЖЕНСКАЯ КРАСОТА И ЗДОРОВЬЕ</b>	Е-актив			Иод-актив стандарт	Кальций стронг
	Q10-актив				
	Иод-актив				
	Иод-актив форте				
	Долголет				
	L-карнитин				
<b>МУЖСКОЕ СЕКСУАЛЬНОЕ ЗДОРОВЬЕ</b>	Виардо			Виардо-макс	Простацел
	Виардо-форте				

\* Цветами отмечены: зарегистрированные бренды    продукты на стадии регистрации    планируемые продукты

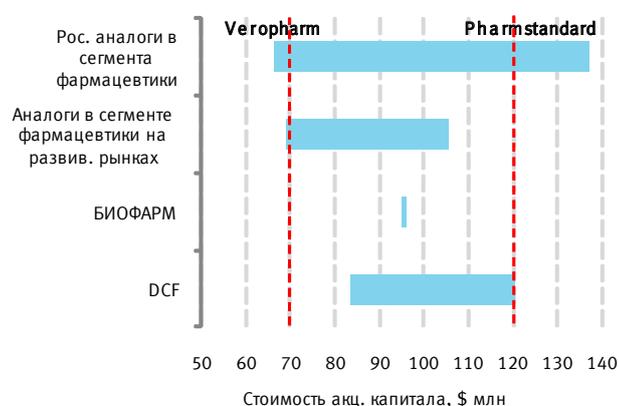
Источник: данные компании

## Оценка

### Расчет справедливой стоимости акционерного капитала на основе DCF и мультипликаторов

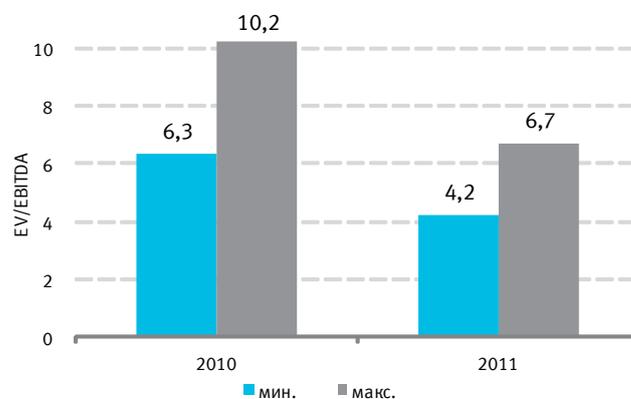
Мы формировали наш диапазон оценки «Диода» с помощью метода DCF и оценки аналогов по мультипликатору EV/EBITDA. Верхняя граница диапазона оценки была получена с использованием нашей DCF-модели, а его нижняя граница – с помощью оценки мультипликаторов аналогов, при этом верхняя граница оценки является максимальным значением DCF-оценки после анализа чувствительности относительно WACC и темпов роста в постпрогнозном периоде. Результаты проведенных оценок представлены на рисунке, а использованные при этом методы подробно описаны в соответствующих разделах нашего обзора.

Диапазон оценки «Диода»



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

Предполагаемые мультипликаторы «Диода»



Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

Наш предполагаемый диапазон оценки «Диода» колеблется в пределах \$70-120 млн. Верхняя граница коридора оценки была получена после проведения анализа чувствительности DCF-оценки в отношении WACC и темпов роста в постпрогнозном периоде. Нижняя граница коридора оценки представляет собой взвешенный мультипликатор EV/EBITDA 2010г. за последние две недели компании Biofarm (румынский производитель пищевых добавок) с весом 25% и «Верофарма» (российского производителя фармацевтической продукции), которому мы приписали вес 75%. Исходя из полученного таким образом коридора оценки, «Диод» оценивается по EV/EBITDA 2010П на уровне 6,3-10,2х, и по EV/EBITDA 2011П – на уровне 4,2-6,7х.

Предполагаемая оценка «Диода»

Стоимость акционерного капитала, \$ млн	70	83	95	108	120	АНАЛОГИ НА РАЗВИВ. РЫНКАХ			
						ВЕРОФАРМ	БИОФАРМ	ФАРМСТАНДАРТ	
Стоимость компании, \$ млн	82	95	107	120	132				
2010П P/E	9.1	10.7	12.4	14.0	15.6	13.7	7.3	14.0	13.8
2011П P/E	5.0	5.9	6.7	7.6	8.5	12.6	6.6	11.2	12.0
2010П EV/EBITDA	6.3	7.3	8.3	9.2	10.2	7.8	6.1	8.3	10.6
2011П EV/EBITDA	4.2	4.8	5.4	6.0	6.7	7.1	5.2	6.7	9.3

Источники: Bloomberg, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

## DCF-оценка

### Подход

**5-летняя DCF-модель, чувствительность WACC и темпов роста в постпрогнозном периоде дают возможность выйти на верхнюю границу диапазона оценки.** Мы считаем, что метод DCF лучше всего подходит для оценки компаний по верхней границе диапазона в том случае, если такие компании демонстрируют высокие темпы роста в течение последних лет прогнозируемого периода. Для «Диода» мы использовали 5-летнюю DCF-модель, проведя анализ чувствительности относительно WACC и темпов роста в постпрогнозном периоде для определения диапазона DCF-оценки. Верхнее значение диапазона DCF-оценки после проведения анализа чувствительности стало нашим верхним значением коридора оценки «Диода».

- Стоимость собственного капитала на уровне 17,1%. При расчете стоимости собственного капитала «Диода» мы допускаем безрисковую ставку на уровне 5,9%, что в настоящее время совпадает с доходностью 30-летних российских казначейских облигаций. Стоимость собственного капитала на уровне 17,6% - максимальное значение, используемое нами для оценки компаний потребительского сектора и фармацевтических компаний, поэтому мы считаем что 17,1% для «Диод», как для новой публичной компании, следующей стратегии ускоренного роста, вполне оправдано.
- Стоимость долга после уплаты налога на прибыль составляет 11,1%, что соответствует стандартным значениям данного показателя в отрасли. Мы получили данную величину, исходя из значения безрисковой ставки и премии за риск в размере 8%, скорректированной на налог на прибыль.
- WACC в размере 15,7%.
- Темпы роста в постпрогнозном периоде на уровне 3%.

Справедливая стоимость акционерного капитала, полученная по методу DCF, составляет 2,92 млрд руб. (\$97 млн), что предполагает чистый долг в размере 365 млн руб.

#### Расчет WACC

Ставка налога на прибыль	20,0%
Бета без учета долга	1,00
Долг/Акционерный капитал	31,6%
Бета с учетом долга	1,25
Безрисковая ставка	5,9%
Премия за долг	8,0%
Премия за риск	9,0%
Стоимость собственного капитала	17,1%
Стоимость долга (после налога на прибыль)	11,1%
Доля долга	24,0%
Доля акционерного капитала	76,0%
<b>WACC</b>	<b>15,7%</b>

Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Модель DCF-оценки компании, млн руб.**

	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П
Операционная прибыль	336	539	688	937	1 283
После налога на прибыль	-56	-104	-132	-178	-249
Операц. прибыль, скорректированная на налог на прибыль	279	435	556	759	1 034
Амортизация	46	46	46	59	66
За вычетом капиталовложений	-165	-315	-566	-306	-75
Изменение оборотного капитала	216	-228	-195	-321	-299
<b>СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК БЕЗ УЧЕТА ДОЛГА</b>	<b>376</b>	<b>-63</b>	<b>-159</b>	<b>191</b>	<b>727</b>
<b>WACC</b>	<b>15,7%</b>				
Дисконтированный денежный поток	345	-50	-109	113	373
Темпы роста денежного потока в будущем	3,0%				
Стоимость в п/п	5 901				
Дисконтированная стоимость в п/п	2 615				
<b>ПРИВЕДЕННАЯ СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ В 2014П</b>	<b>3 288</b>				
Чистый долг в 2009 г.	365				
<b>СПРАВЕДЛИВАЯ СТОИМОСТЬ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА</b>	<b>2 923</b>				
<b>ЗНАЧЕНИЯ ПРЕДПОЛАГАЕМЫХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ</b>	<b>2010П</b>	<b>2011П</b>	<b>2012П</b>	<b>2013П</b>	<b>2014П</b>
P/E	12,9	7,0	5,5	4,1	2,9
EV/ЕБИТДА	8,6	5,6	4,5	3,3	2,4
EV/Продажи	1,9	1,3	1,0	0,8	0,6
EV/FCF	8,7	-52,6	-20,7	17,2	4,5

Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Анализ чувствительности модели DCF подводит нас к верхней границе диапазона оценки «Диода»**

Коридор DCF-оценки акционерного капитала после проведения анализа чувствительности к WACC и темпам роста в постпрогнозном периоде установился на уровне 2,42-3,62 млрд руб. Для верхней границы коридора оценки при проведении анализа чувствительности мы допускаем WACC в размере 14,7% и темпы роста в постпрогнозном периоде на уровне 4,0%. Верхнее значение диапазона чувствительности DCF мы используем в качестве максимальной величины оценки «Диода».

**Чувствительность стоимости акционерного капитала к WACC и темпам роста в п/п**

	WACC			
		14.7%	15.7%	16.7%
ТЕМПЫ РОСТА в п/п	4.0%	3,617	3,176	2,809
	3.0%	3,306	2,924	2,603
	2.0%	3,045	2,709	2,424

Источник: Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Оценка на основе мультипликаторов**

Для определения нижней границы диапазона оценки «Диода» мы использовали сравнительную оценку. В качестве группы аналогов мы использовали российские аналоги в сегменте фармацевтики, а именно: компании «Фармстандарт» и «Верофарм», аналоги в сегменте фармацевтики на развивающихся рынках и Biofarm. На наш взгляд, Biofarm является самым близким аналогом «Диода», поскольку у Biofarm имеется портфель пищевых добавок и и фармпрепаратов. При этом, для оценки «Диода» инвесторы, на наш взгляд, могли бы также провести

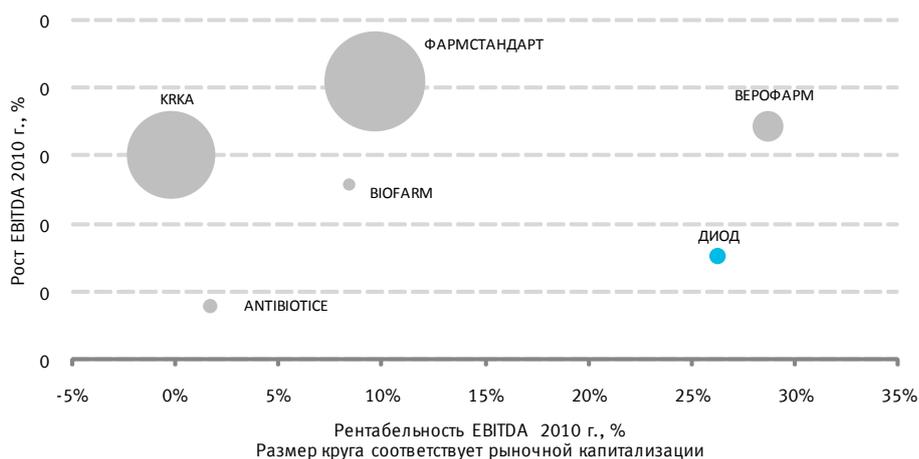
сравнение с российскими аналогами в сегменте фармацевтики. В качестве российского аналога в сегменте фармацевтики мы выделили «Верофарм», особенно с учетом размера, ликвидности и профиля роста указанных компаний. В итоге, мы решили строить нашу оценку на взвешенном значении мультипликаторов EV/EBITDA 2010П для Biofarm и «Верофарма» (см. табл. ниже) за последние две недели, придав «Верофарму» вес 75% и Biofarm – вес 25%. Полученную предполагаемую величину мы используем в качестве нижней границы нашего коридора оценки.

### Нижняя граница коридора значений мультипликаторов EV/EBITDA

	EV/EBITDA		Темпы роста EBITDA		Рентабельность EBITDA	
	2010П	2011П	2010П	2011П	2010П	2011П
Верофарм	6.05	5.23	31.3%	9.9%	33.9%	34.3%
Biofarm	8.26	6.21	2.2%	25.8%	25.3%	28.0%
Взвешенное значение	6.32	5.23	22.6%	14.7%	31.3%	32.4%
<b>Диод</b>	<b>6.32</b>	<b>5.23</b>	<b>26.3%</b>	<b>53.0%</b>	<b>22.6%</b>	<b>22.2%</b>

Источники: Bloomberg, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

### «Диод» демонстрирует темпы роста EBITDA в 2010 г., сопоставимые со значениями в группе аналогов



Источники: Bloomberg, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

### Аналоги в сегментах фармацевтики и парафармацевтики

КОМПАНИЯ	ТИКЕР НА BBG	СТРАНА	РЫН.КАП., \$ млн	P/E		EV/EBITDA	
				2010П	2011П	2010П	2011П
ВЕРОФАРМ	VRPHRU	Россия	330	7.3	6.6	6.0	5.2
ФАРМСТАНДАРТ GDR	PHSTLI	Россия	3,388	13.7	12.0	10.6	9.3
<b>Средневзвешенное знач. для сегмента фармацевтики в России</b>				<b>13.2</b>	<b>11.5</b>	<b>10.2</b>	<b>8.9</b>
<b>Аналоги на развивающихся рынках</b>							
KRKA	KRKGSV	Словения	2,892	14.4	13.4	8.1	7.5
EGIS PLC	EGISHB	Венгрия	702	11.1	9.7	6.3	5.6
АНТИБИОТИСЕ IASI	ATBRO	Румыния	72	14.3	10.2	7.2	6.1
<b>Средневзвешенное знач. для аналогов на развивающихся рынках</b>				<b>13.7</b>	<b>12.6</b>	<b>7.8</b>	<b>7.1</b>
<b>Аналоги в сегменте парафармацевтики</b>							
ALAPIS HOLDING INDUSTRIAL	ALAPISGA	Греция	699	4.4	3.5	3.6	3.2
BIOFARM BUCURESTI	BIORO	Румыния	54	14.0	11.1	8.3	6.7
<b>Средневзвешенное знач. для сегмента парафармацевтики</b>				<b>5.1</b>	<b>4.1</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>

Источники: Bloomberg, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

# Обзор рынка

## Драйверы роста фармрынка

На наш взгляд, имеется ряд причин, по которым инвестиции в российские фармацевтические компании являются привлекательными.

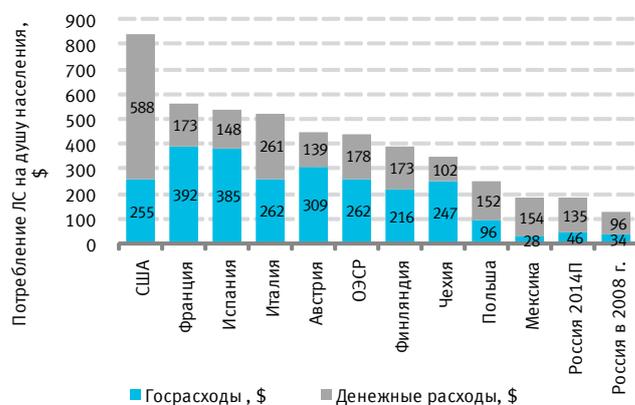
1. **Рост доходов населения.** Несмотря на отрицательные значения роста реальных доходов в 2009 г., мы ожидаем, что в 2010 г. они вырастут и затем продолжат увеличиваться: в период 2009-2013 гг. с CAGR 13%.
2. **Расходы на лекарственные средства (ЛС) на душу населения отстают от уровня в странах ОЭСР.** Размер расходов остается низким как в номинальном, так и в относительном выражении. В то время как традиционные (старые) лекарственные средства представляют собой одну из причин низкого уровня расходов, любое значимое улучшение применяемой терапии будет сопровождаться применением ЛС нового поколения, что, в свою очередь, приведет к росту расходов на душу населения. Российское правительство выделило в 2008 г. на ЛС на душу населения \$34, при этом средний уровень аналогичных расходов в странах ОЭСР составляет \$262 на душу населения (данные 2006 г.). Согласно нашим консервативным оценкам, денежные расходы на душу населения на ЛС будут расти в период 2009 -2014П с CAGR 12,3% (в рублях), оказывая поддержку росту рынка в целом.

### Мы видим в росте доходов один из основных драйверов фармрынка



Источники: Росстат, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

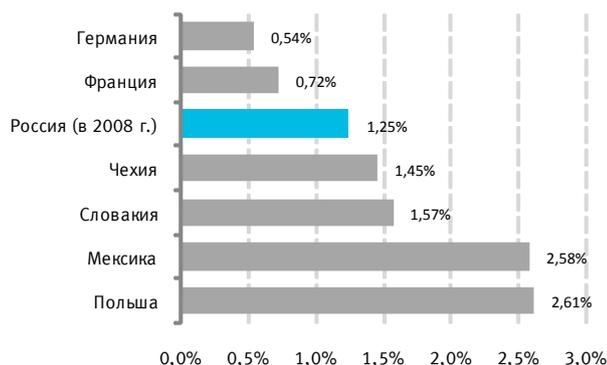
### ...наряду с большим разрывом в объемах потребления ЛС на душу населения в России по сравнению с другими странами



Источники: OECD Health Data (2006), Росстат, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

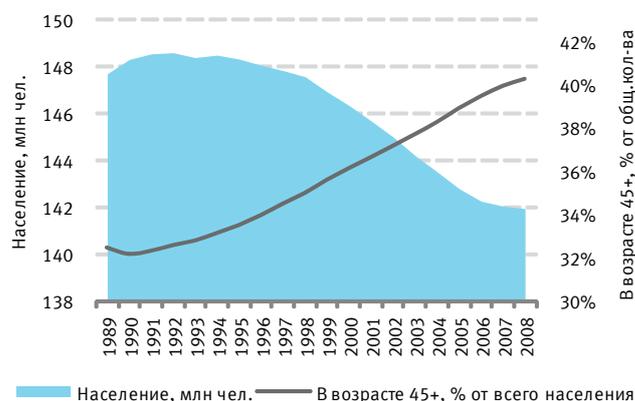
3. **Неблагоприятные демографические изменения.** Население России сокращается, при этом растет число пожилых людей. Если в 1990 г. группа людей в возрасте «45 и старше» составляла 32% населения, то сейчас она уже выросла до 40%. Мы считаем, что подобное развитие событий в последующие 10-20 лет может иметь позитивные последствия для российского фармрынка.

### Наличные расходы на ЛС в процентах от годового дохода



Источники: OECD Health Data (2006), Euromonitor

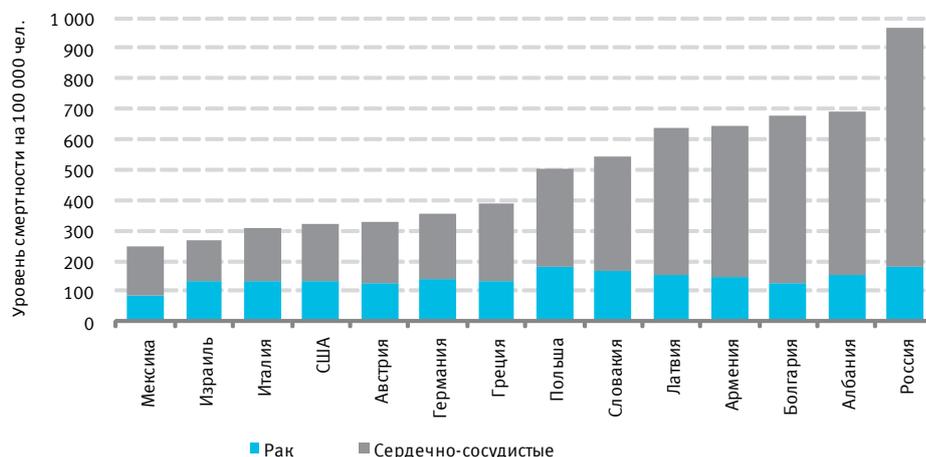
### Старение населения в России должно способствовать росту рынка



Источник: Росстат

**4. Высокий уровень смертности от естественных причин по сравнению с развитыми странами.** Любой из правительственных стратегий, ориентированных на увеличение продолжительности жизни, придется учитывать основные причины смертности в России – заболевания сердечно-сосудистой системы и рак. Кроме того, никакая стратегия не сможет оказать существенного воздействия на ситуацию без применения современных методов терапии. На наш взгляд, именно на этом должно быть сфокусировано внимание правительства, и поэтому мы ожидаем позитивных последствий для фармрынка на фоне увеличения соответствующих расходов правительства и частных компаний.

### Уровень смертности от сердечно-сосудистых заболеваний в России является самым высоким в мире



Источник: Росстат

**5. В стратегии развития фармацевтической промышленности российского правительства на период до 2020 г., нацеленной на оказание содействия отечественной фарминдустрии, предусмотрено выделение в течение 2009-2020 гг. суммы, равной \$6 млрд.** При том, что в стратегии поставлен ряд задач, решение которых призвано улучшить ситуацию в фармацевтической отрасли, включая введение новых стандартов, использование инноваций и т.п., мы хотели бы выделить одну из них, которая, на наш взгляд, может существенным образом повлиять на всю фарминдустрию. Мы име-

ем в виду цель увеличения доли ЛС, производимых в России, с нынешних 25,7% (в стоимостном выражении) до 50%. Даже если допустить консервативные темпы роста рынка на период 2009-2020 гг. с CAGR 8,4%, то в таком случае для достижения поставленной цели темпы роста производства отечественных ЛС должны удвоиться.

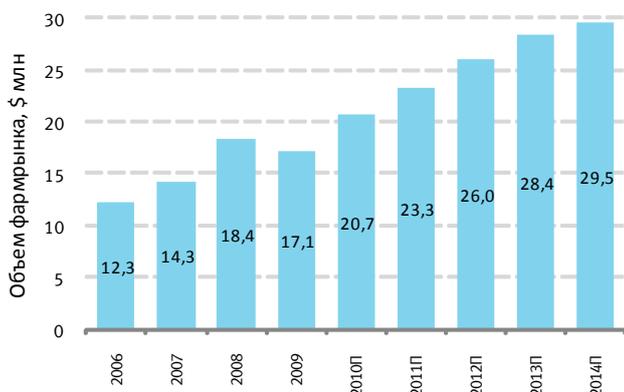
### На российском рынке в денежном выражении доминируют импортные ЛС



Источник: «Фармэксперт»

В 2009 г. фармрынок вырос на 18% в рублевом выражении, несмотря на спад в российском экономике в целом. Самый большой рост отмечался в коммерческом сегменте (22%), главным образом, благодаря ускоренным темпам роста потребительских цен (25-36% год к году), при этом количество проданных упаковок снизилось на 6%. Объем косметических и парафармацевтических товаров вырос на 15%. Государственный сегмент, согласно данным DSM Group, увеличился на 11%. В долларовом выражении фармрынок «сузился» на 7%, при этом госсегмент сократился на 12%, сегмент косметических и парафармацевтических товаров – на 9%, а коммерческий сегмент – на 4%.

### Мы ожидаем рост российского фармрынка в 2010-2014П с CAGR на уровне 9%



Источники: DSM Group, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

### ... с сохранением стабильных долей коммерческого и государственного сегментов



Источники: DSM Group, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

## Рынок, на котором доминируют иностранные компании

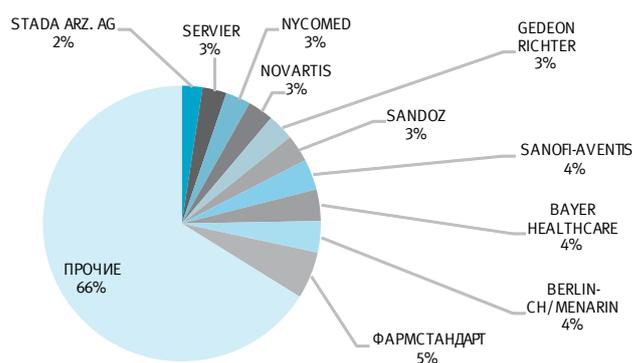
На российском фармрынке доминируют импортные ЛС, при этом в государственном сегменте импортных лекарств больше, чем в коммерческом. В 2008 г., по данным DSM Group, доля импортных ЛС в структуре ДЛО составляла 94% в стоимостном выражении.

**Госпрограмма нацелена на оказание поддержки местным производителям и увеличение их доли в 2020 г. до 50%**



Источник: «Фармэксперт»

**Российский фармрынок консолидирован в незначительной степени, и 34% приходится на 10 ведущих компаний, 2009**



Источник: Фармстандарт

**...что в долгосрочной перспективе открывает возможности перед российскими производителями ЛС.** Тот факт, что на отечественные ЛС приходится 26% рынка в стоимостном выражении (против 74% импортных ЛС), вызывает беспокойство у российского правительства. Поскольку российское правительство поставило задачу увеличить долю выпускаемых в России ЛС до 50% к 2020 г. (в стоимостном выражении), можно ожидать роста количества производимых в стране ЛС.

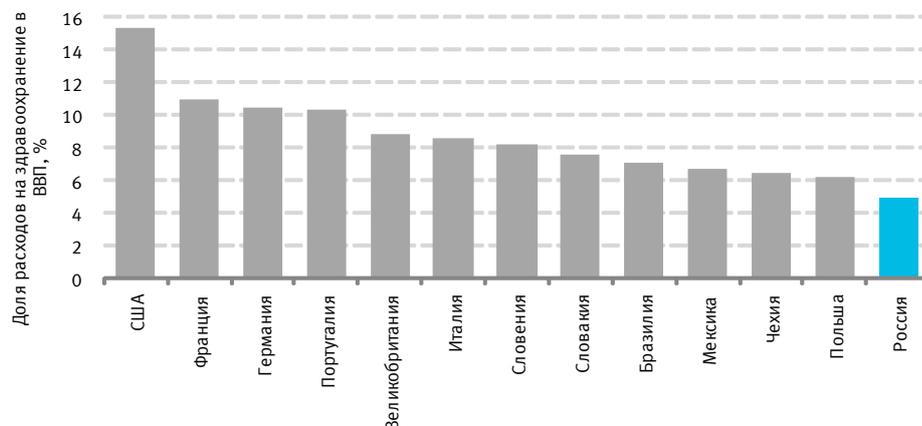
## Участие правительства в развитии фарминдустрии должно пойти на пользу местным производителям

### Госрасходы на фармацевтическую продукцию могут возрасти

Расходы российского правительства на фармацевтическую продукцию ниже не только, чем в странах ОЭСР, но и чем в восточноевропейских странах. Госрасходы на фармпродукцию в России составляли в 2008г. 0,86% консолидированного бюджета, тогда в странах ОЭСР данное соотношение составляло в среднем 1,4%, в Польше – 1,7% и в Венгрии – 2,6%.

В то время как госрасходы на ЛС находятся на относительно низком уровне, мы не видим заметного или какого-либо вообще риска их сокращения. Сложившаяся ситуация создает возможности для того, чтобы в будущем, когда российское правительство решит увеличить расходы, вывести их на уровень стран ОЭСР.

**У России самая низкая доля совокупных расходов на здравоохранение в ВВП, что допускает предположение о росте госрасходов**



Источник: Euromonitor

**Рынок парафармацевтики**

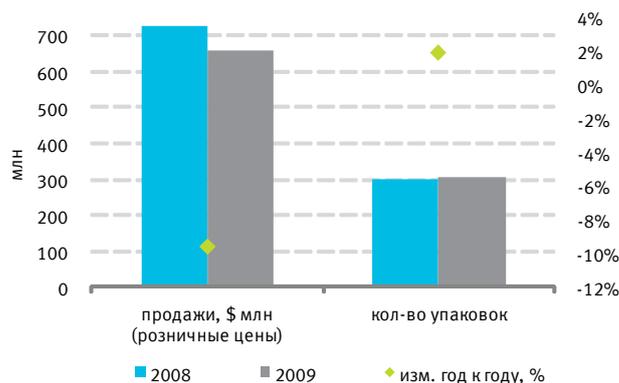
Парафармацевтическая продукция продается через аптечные сети (коммерческий сегмент рынка) и путем прямых продаж, представляющих собой «серый» сегмент рынка, на который приходится 20-30% общего объема продаж.

**Драйвером рынка пищевых добавок являются улучшение и изменения образа жизни.** По данным AIPM, в 2009 г. объем продаж пищевых добавок снизился в России на 10% год к году и составил \$657 млн, что соответствует росту количества проданных упаковок на 2%. Потребление на душу населения в 2009г. равнялось в России \$10, при том что в США данный показатель составляет \$60, а в Германии - \$26. Мы полагаем, что разрыв в потреблении на душу населения наряду с изменениями образа жизни и ростом доходов на душу населения будет одним из основных драйверов рынка.

**Объем коммерческих продаж пищевых добавок: снижение в долларовом и рост в натуральном выражении**



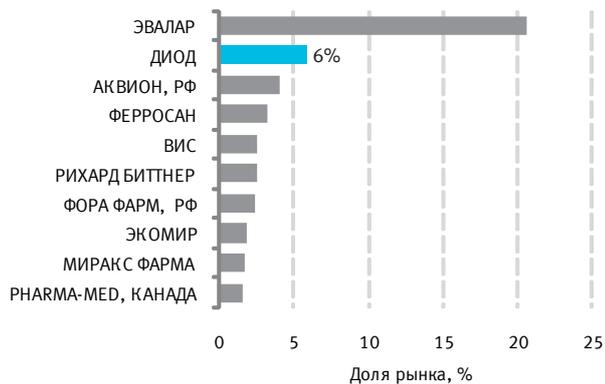
Источник: DSM Group



Источник: AIPM

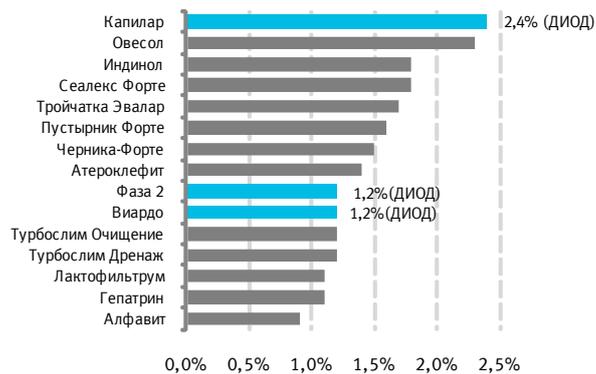
Согласно данным GSM Group, российский рынок пищевых добавок является достаточно консолидированным, и на 10 ведущих производителей приходится 46% рынка. «Диод» является второй компанией по объему рублевых продаж, а первое место занимает «Эвалар». Самым продаваемым препаратом в 2009 г. был «Капилар» (производитель «Диод»; 2,4% рынка).

### Десятка ведущих производителей БАДов (9мес09)



Источник: Ассоциация международных фармацевтических производителей (АИРМ)

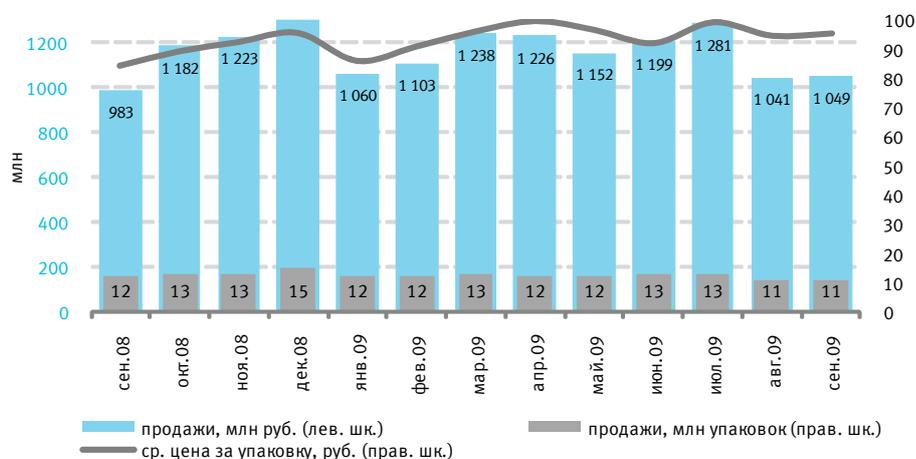
### Десятка наиболее продаваемых биологически активных добавок (БАД) (2009г.)



Источник: данные компании

**Продажи активной косметики выросли, главным образом, благодаря повышению цены за одну упаковку.** По данным маркетингового агентства DSM Group, продажи активной косметики за 2009 год увеличились на 20% в рублевом выражении и на 2% в реальном исчислении. Доля активной косметики в общем объеме продаж выросла на 2п.п. и достигла 31%. По нашему мнению, по мере увеличения личных доходов потребителей объем продаж активной косметики будет продолжать расти.

### Объем продаж активной косметики



Источник: маркетинговое агентство DSM Group

**Продажи активной косметики**

Зкв08	Зкв09	КОСМЕТИЧЕСКИЙ БРЕНД	Производитель	Доля рынка в Зкв09 (в долларовом исчислении), %	Темп роста продаж, г-г
1	1	СОФЬЯ	ФОРА ФАРМ	6.8%	-7.4%
2	2	MUSTELA	LABORATOIRES EXPANSCIENCE (ФРАНЦИЯ)	5.6%	46.9%
3	3	BELVEDER	BARBRA COSMETIQUES	3.4%	7.2%
7	4	АЛЕРАНА	ВЕРТЕКС	3.1%	52.9%
19	5	DOLIVA	DR.THEISS NATURWAREN (GERMANIA)	2.7%	124.8%
<b>12</b>	<b>6</b>	<b>АРТРО-АКТИВ</b>	<b>ДИОД</b>	<b>2.7%</b>	<b>74.0%</b>
6	7	ВИТАОН	ПРОЧИЕ	2.4%	10.4%
10	8	БОРО	ПРОЧИЕ	2.4%	37.4%
50	9	КРИОФАРМА	PHARMASPRAY B.V (НИДЕРЛАНДЬ)	2.2%	428.2%
8	10	PHYTOSOLBA	PHYTOSOLBA (ФРАНЦИЯ)	2.2%	8.9%
<b>Итого</b>				<b>34%</b>	

Источник: маркетинговое агентство DSM Group

## Обзор компании

### Информация об ОАО «Диод»

**ОАО «Диод» - второй по величине в России производитель биологически активных добавок (БАД):** в 2009 г. доля компании в сегменте БАД составляла 6%, а в сегменте активной косметики – 3,4%. Кроме того, ОАО «Диод» увеличивает свое присутствие в сегменте лекарственных препаратов. Начав производить пищевые добавки в 1997 г., «Диод» встал у истоков российского рынка биодобавок. Бренд ОАО «Диод» - таблетки «Капилар» - являются бестселлером на российском рынке БАДов: доля рынка этого препарата составляет 2,4%. На сегодняшний день благодаря договорам с дистрибьютерами и шести собственным магазинам компания «Диод» представлена в 77 российских регионах, что составляет 93% всей территории РФ. Сейчас в компании «Диод» работает 533 человек.

#### 15 ведущих брендов ОАО «Диод»

№	Бренд	Тип	Сегмент	Продажи в 2009 г., млн руб.	Доля в совокупных продажах, %
1	Таблетки Капилар	НПВП	Сердечно-сосудистая система	365	27%
2	Виардо	НПВП	Сексуальное здоровье	178	13%
3	Фаза-2	НПВП	Контроль за весом	160	12%
4	Артро-актив питающий	НПНП	Опорно-двигательный аппарат	99	7%
5	Артро-актив согревающий	НПНП	Опорно-двигательный аппарат	63	5%
6	Орвирем	Фармацевтика	Противовирусное действие	56	4%
7	Йод-актив	НПВП	Здоровье щитовидной железы	54	4%
8	Селен-актив	НПВП	Антиоксидант, радиопротектор	51	4%
9	Элькар (услуги по розливу)	Фармацевтика	Педиатрия	45	3%
10	Артро-актив капсулы	НПВП	Опорно-двигательный аппарат	44	3%
11	Кальций актив	НПВП	Опорно-двигательный аппарат	43	3%
12	Капилар крем бальзам для тела	НПНП	Сердечно-сосудистая система	42	3%
13	Аппарат серебритель воды Георгий	Медтехника	Медтехника	26	2%
14	Окулист	НПВП	Здоровье глаз	25	2%
15	Кардиовизор	Медтехника	Медтехника	21	2%

Источник: данные компании

### Бизнес-направления и производственные мощности

#### Биологически активные добавки (БАД)

Производство биологически активных добавок (БАД) является основным направлением бизнеса ОАО «Диод», которая занимает ведущее положение на российском рынке пищевых добавок. Продуктовая линейка Диода включает в себя такие знаменитые бренды, как «Капилар», который в 2009 г., по данным компании, стал самым продаваемым препаратом на российском рынке биодобавок, при этом на его долю пришлось 2,4% совокупного объема рынка. В число прочих популярных продуктов входят «Виардо» и «Виардо-форте» (средство для поддержания репродуктивного здоровья мужчин), «Йод-Актив» (для лечения заболеваний щитовидной железы) и «Фаза-2» (средство для похудения).

### В 2009 г. на БАДы пришлось самая большая доля совокупной выручки ОАО «Диод»

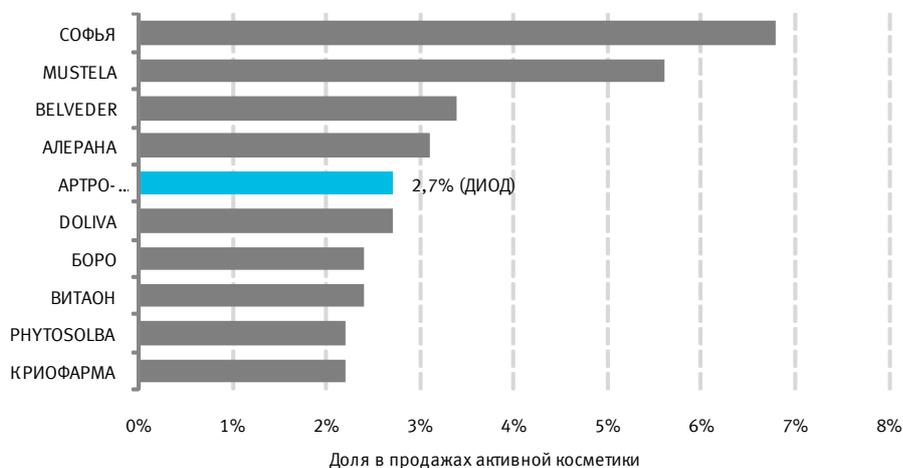


Источник: данные компании

### Активная косметика

Производство активной косметики является вторым по величине бизнес-направлением ОАО «Диод», на долю которого в 2009 г. пришлось примерно 15% от совокупной выручки компании. В 2009 г. доля компании в этом сегменте рынка составляла 3,4%. В продуктовую линейку активной косметики «Диода» входят крем «Капилар», предназначенный для лечения кровеносной системы, и линия активной косметики «Артро-Актив» для лечения суставов.

### Наиболее продаваемые бренды активной косметики производства ОАО «Диод», 2009



Источник: данные компании

### Лекарственные средства

Этот сегмент растет наиболее высокими темпами: в 2009 г. темп его роста составил 78% в рублевом выражении. Сегмент лекарственных препаратов был и будет наиболее стремительно растущим бизнес-направлением ОАО «Диод» и обеспечит долгосрочный рост компании. В 2009 г. на долю фармацевтического сегмента пришлось примерно 7% совокупных продаж «Диода», и мы полагаем, что в течение следующих двух лет эта доля существенно увеличится. На сегодняшний день в продуктовую линейку фармацевтического бизнес-направления компании входят антигипоксический и антиоксидантный препарат «Гипоксен», таблетки «Мебикс»

для лечения невротических и невротоподобных состояний и антигриппозное лекарственное средство «Орвирем».

### Медицинское оборудование

Кроме того, ОАО «Диод» занимается производством медицинского оборудования, в том числе диагностического и тестирующего. В 2009 г. на долю медицинского оборудования пришлось 3% совокупной выручки компании. Мы полагаем, что в обозримом будущем доля этого бизнес-направления останется сравнительно небольшой.

### Пищевые добавки и смеси

ОАО «Диод» производит активные ингредиенты, которые используются при производстве БАДов. Таким образом, компания контролирует практически всю производственную цепочку. Пищевые добавки предназначаются как для внутренних производственных целей, так и для продаж третьим лицам. Производство дигидрокверцетина в России в значительной степени находится под контролем ОАО «Диод». Дигидрокверцетин – это мощный природный антиоксидант, который используется в производстве биодобавок, лечебного питания и лекарственных препаратов.

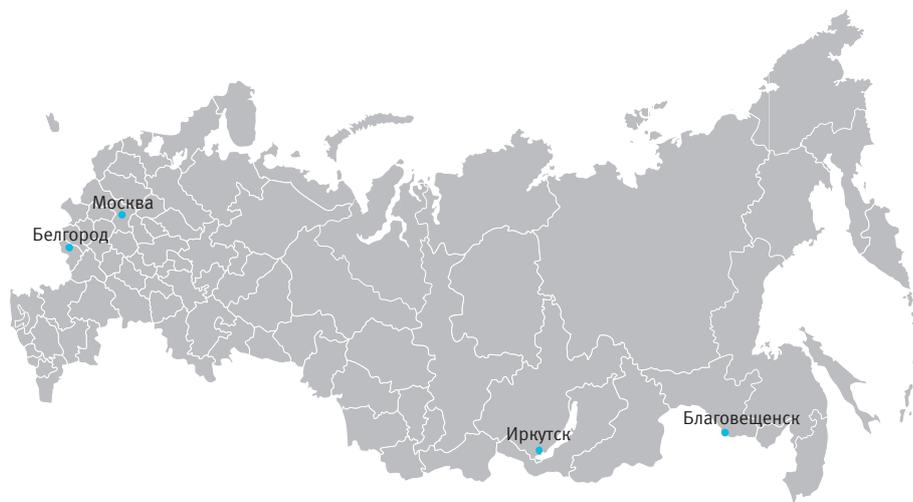
### Розница

Компании принадлежит шесть магазинов, которые продают продукцию, произведенную ОАО «Диод» и другими компаниями. Сеть магазинов ОАО «Диод» выполняет функцию не только отдельного дистрибутивного канала, но и тестовой площадки для новых продуктов ОАО «Диод».

### Производственные мощности

ОАО «Диод» располагает шестью производственными площадками (два производственных отдела в Москве, один – в Белгороде, два – в Иркутске и один – в Благовещенске). Сейчас компания занимается рационализацией своих производственных мощностей: недавно она приобрела участок земли в Подольске, недалеко от Москвы, и планирует переместить туда часть своих производственных мощностей.

#### Производственные мощности ОАО «Диод»

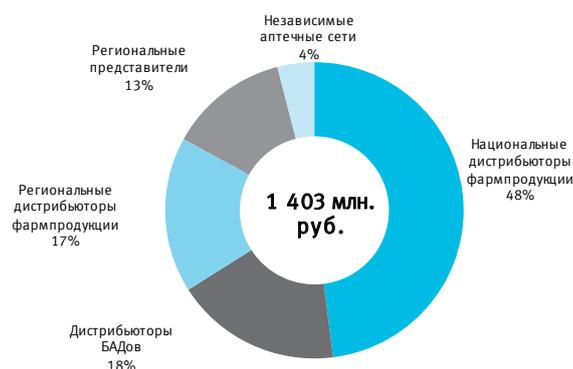


Источник: данные компании

## Дистрибуция

При решении вопросов дистрибуции ОАО «Диод» применяет многоуровневый подход, под которым понимается использование услуг федеральных дистрибьюторов, региональных дистрибьюторов и независимых аптечных сетей. Благодаря федеральным дистрибьюторам, ОАО «Диод» получает доступ на рынки 77 регионов России. Наряду с прочими, ОАО «Диод» пользуется услугами таких ведущих дистрибьюторов фармпрепаратов, как SIA International, «Протек», «Аптека-Холдинг», «Роста», «Морон». В 2009 г. на долю пяти ведущих российских дистрибьюторов фармпрепаратов пришлось 42,4% совокупных продаж ОАО «Диод» и почти 80% выручки компании было получено при посредничестве десяти ведущих дистрибьюторов.

### Каналы дистрибуции, 2009



Источник: данные компании

### Топ-10 ведущих дистрибьюторов, 2009

Дистрибьютор	Доля в совокупных продажах (%)
СИА Интернейшнл	14,8%
Региональные представители	12,9%
Катрен	10,6%
АММА	9,9%
Роста	8,4%
Аптека Холдинг	7,7%
Протек	5,8%
Аконит	4,0%
Морон	2,8%
Интерпан	2,6%
<b>Итого</b>	<b>79,5%</b>

Источник: данные компании

## Научно-исследовательская деятельность

У ОАО «Диод» имеется сильная научно-исследовательская команда, которая разработала и зарегистрировала 14 новых препаратов, включая два API (активные фармацевтические ингредиенты). Наличие хорошей научно-исследовательской базы выгодно отличает ОАО «Диод» от других фармацевтических компаний. На сегодняшний день научно-исследовательская команда ОАО «Диод» занята разработкой девяти новых фармацевтических продуктов, шести новых API и одной новой медицинской технологии.

## Запланированные к выпуску на рынок новые препараты

Существующие бренды в форме фармпрепаратов		
	ОТС (БЕЗ РЕЦЕПТА)	Rx (ПО РЕЦЕПТУ)
2010	Спрей для носа с антибактериальным действием	Препарат для снижения артериального давления (гипотензивное действие)
	Препарат для профилактики и лечения йод-дефицитных состояний	
2011	Препарат с мягким успокоительным действием	Противовирусный препарат
	Препараты для лечения заболеваний опорно-двигательного аппарата и ревматологических заболеваний	
2012	Препарат для укрепления памяти и внимания у детей, также повышающий иммунитет	Препарат для лечения сексуальной дисфункции
	Препарат для лечения ожирения	
Новые (инновационные) фармпрепараты		
	ОТС (БЕЗ РЕЦЕПТА)	Rx (ПО РЕЦЕПТУ)
2010	Кардио- и ангиопротекторный препарат	
2011		Препарат для лечения неврологических заболеваний
2012	Препарат для лечения гинекологических заболеваний и мастопатии	
	Противовоспалительный препарат для лечения ревматических заболеваний, артритов и артрозов	
2013	Препарат для лечения простатита	Гемореологический препарат для профилактики тромбозов
	Препарат для снижения побочных эффектов химио- и радиотерапии	
2014	Противовирусный и иммуностимулирующий препарат	Препарат для лечения остеопороза

Источник: данные компании

## Стратегия развития

### Дифференциация и инновации в сегменте БАДов и лечебного питания

ОАО «Диод» намерено и в дальнейшем использовать свои научно-исследовательские ресурсы для разработки и запуска новых продуктов в сегменте биодобавок. Мы приветствуем стратегию компании, направленную на перерегистрацию некоторых БАДов в лечебные продукты, так как это способствует диверсификации продуктовой линейки ОАО «Диод» и ее защиты от неблагоприятных законодательных изменений в отношении рынка БАДов (например, введение запрета на рекламу).

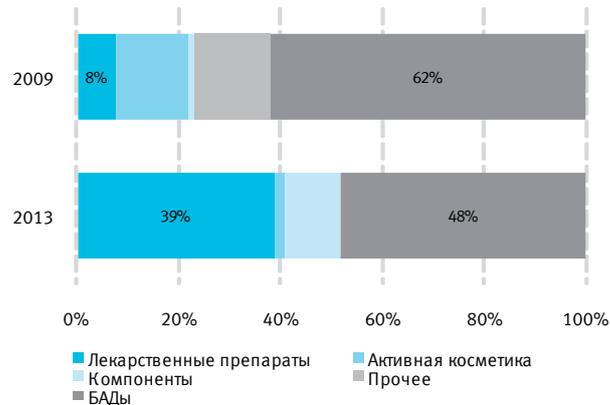
ОАО «Диод» планирует запустить 18 новых препаратов в рамках своего бизнес-направления БАДов и лечебного питания, а потому этот сегмент компании останется крупнейшим с точки зрения генерации выручки.

**Запуск большинства нелекарственных препаратов запланирован на 2010 г., лекарственных средств – на 2012 г.**

**Компания намерена увеличить долю выручки от лекарственных средств на 39% к 2013 г.**



Источник: данные компании



Источник: данные компании

### Фармацевтический сегмент – основной катализатор роста

По сообщениям руководства компании, ОАО «Диод» планирует стать более заметным игроком на фармацевтическом рынке и в течение следующих четырех лет намеревается запустить 18 новых лекарственных средств в рамках своего фармацевтического сегмента. Таким образом, по данным ОАО «Диод», благодаря этому доля фармацевтического бизнес-направления компании в совокупной выручке должна увеличиться с 8% в 2009 г. до 39% в 2013 г. По нашим оценкам, среднегодовой темп роста фармацевтического сегмента компании в 2009-2014 гг. превысит 80%, и производство лекарственных препаратов со временем станет ведущим бизнес-направлением компании.

### Синергетический эффект от сочетания ресурсов фармацевтического сегмента и сегмента БАД

Мы считаем, что за счет сочетания ресурсов фармацевтического сегмента и сегмента по производству БАДов компания может добиться впечатляющего синергетического эффекта. При этом основными источниками синергии станут:

- использование в обоих сегментах «зонтичных» брендов, что облегчит задачу запуска новых фармацевтических продуктов
- одна дистрибутивная сеть, которая может быть использована для продвижения на рынке новых лекарственных препаратов
- использование единой научно-исследовательской базы

### Внедрение новых дистрибутивных каналов

ОАО «Диод» активно рассматривает возможность осуществления прямых продаж супермаркетам и гипермаркетам. Это обеспечит компании лучший выход на конечного потребителя и поспособствует увеличению объема продаж в сегменте БАДов и лечебного питания. Компания совсем недавно начала осуществлять продажи через розничные магазины, однако продажи в таких крупных дистрибутивных точках будут расти огромными темпами, и, по оценкам компании, через два-три года на их долю придется около 25-30% совокупной выручки ОАО «Диод». На сегодняшний день ОАО «Диод» уже начало продавать свои товары в сети магазинов Metro Cash & Carry и ведет переговоры с ритейлерами Ашан и X5 Retail Group.

## Производство субстанций

У компании имеется большой опыт в производстве активных компонентов, которые используются в производстве БАДов и лекарственных средств. Корпоративные ноу-хау в области получения и производства компонентов в сочетании с доступом к ресурсной базе, расположенной в Сибири, обеспечивают компанию конкурентным преимуществом по сравнению с другими поставщиками, и гарантирует ее экспортный потенциал. В 2009 г. на долю активных компонентов пришелся примерно 1% совокупной выручки ОАО «Диод». По оценкам руководства компании, в течение следующих двух лет доля этого сегмента увеличится до 11% благодаря заключению контрактов об экспортных поставках.

## Научно-исследовательский отдел

ОАО «Диод» имеет сильную научно-исследовательскую команду, насчитывающую более 30 сотрудников. Бюджет отдела составляет 100 млн руб. в год. Мы считаем, что наличие крепкой научно-исследовательской базы обеспечивает ОАО «Диод» серьезным конкурентным преимуществом и гарантирует долгосрочное превосходство компании на рынке.

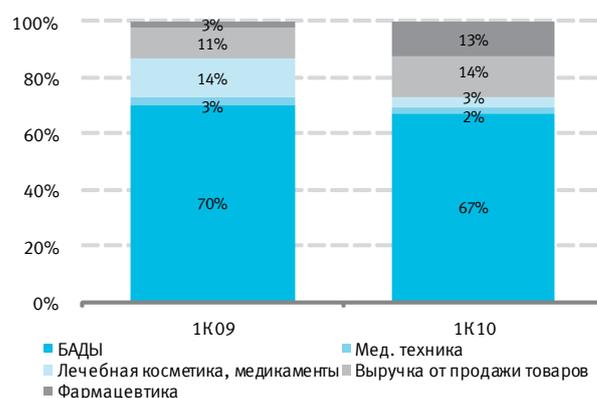
## Показатели выручки за 1 кв. 2010 г. указывают на значительный рост фармацевтического сегмента

Согласно операционным данным компании за 1 квартал 2010 г., продажи лекарственных препаратов выросли в четыре раза в годовом исчислении (421%), а их доля в совокупном объеме продаж увеличилась с 3% до 13%. Совокупные продажи составили 405 млн руб., что на 2% выше прошлогоднего показателя и практически совпадает с нашими прогнозами по выручке на 2010 г., согласно которым она повысится на 9%. Мы ожидаем некоторого укрепления потребительского доверия, которое в течение года приведет к увеличению темпов роста продаж.

### ОАО «Диод» - серьезный игрок фармацевтического рынка, что подтверждается данными за 1 кв. 2010 г.

	1кв09	1кв10	ТЕМ РОСТА Г-К-Г, %
БАДы	278	271	-2%
Мед. техника	10	8	-17%
Активная косметика, медикаменты	55	14	-76%
Выручка от продажи товаров	43	57	34%
Прочие услуги	1	1	56%
Сырье	-	2	
Фармацевтика	10	52	421%
<b>Итого</b>	<b>396</b>	<b>405</b>	<b>2%</b>

Источник: данные компании



Источник: данные компании

# Финансовые прогнозы

## Выручка

**Стремительный рост фармацевтического сегмента в 2010-2011 г.** В своих прогнозах относительно выручки компании мы опираемся на анализ бизнес-модели компании, в рамках которой предполагается запуск новых лекарственных препаратов в 2010-2012 гг. По нашим предположениям, в 2010-2013 гг. фармацевтический сегмент компании будет расти стремительными темпами, и его доля в совокупных продажах достигнет 39% в 2013г. против 9% в 2009 г. В парафармацевтическом сегменте компания планирует постепенно заменить биологически активные добавки продуктами лечебного питания.

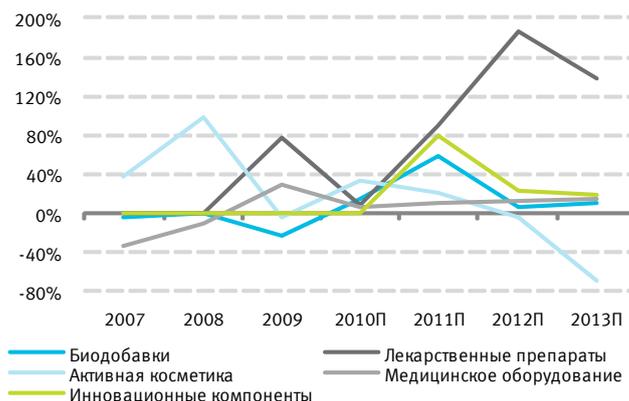
**Доли других сегментов стабилизируются.** Сегмент медицинского оборудования стратегически очень важен для компании, так как эту технику планируется использовать для тестирования новых продуктов или продавать для самостоятельного применения пациентами. Постепенно доля этого сегмента в совокупных продажах ОАО «Диод», так же как и доля сегмента активной косметики, стабилизируется и к 2013 г. составит примерно 2%.

На долю лекарственных препаратов будет приходиться растущая часть выручки компании



Источник: данные компании, аналитический департамент ФК «ОТКРЫТИЕ»

.. и в 2011-2013 гг. благодаря реализации инвестиционной программы фармацевтический сегмент будет расти стремительными темпами

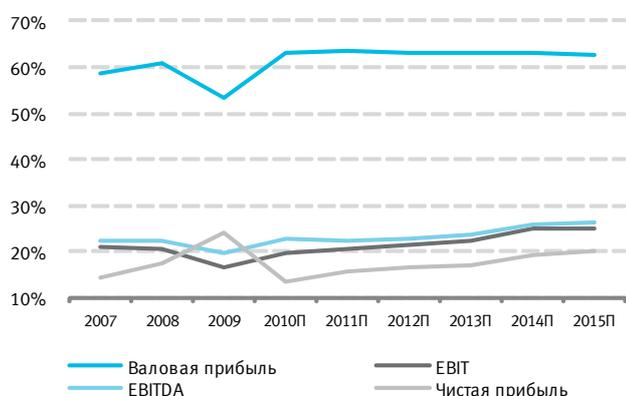


Источник: данные компании, аналитический департамент ФК «ОТКРЫТИЕ»

## Расходы

- По нашим прогнозам, к 2014 г. показатели рентабельности компании стабилизируются, при этом валовая рентабельность достигнет 62,9%, рентабельность EBIT составит 24,8%, рентабельность EBITDA – 26%, а рентабельность чистой прибыли будет равняться 19,2%.
- Мы полагаем, что после 2010 г. налог на корпоративную прибыль стабилизируется на уровне 20%.
- Мы считаем, что эффективная процентная ставка будет постепенно снижаться с 22% в 2009 г., т.к. стоимость заемных средств будет уменьшаться. Наш прогноз на 2010 год – 11%, и дальнейшее снижение на 1 п.п. в год до 8% в 2014г.

По нашим оценкам, в 2015 г., после завершения процесса реализации инвестпрограммы, показатели рентабельности ОАО «Диод» стабилизируются



Источник: данные компании, аналитический департамент ФК «ОТКРЫТИЕ»

По нашим прогнозам, налоговая ставка стабилизируется на уровне 20%, а процентная ставка снизится с максимальных значений 2009 г.

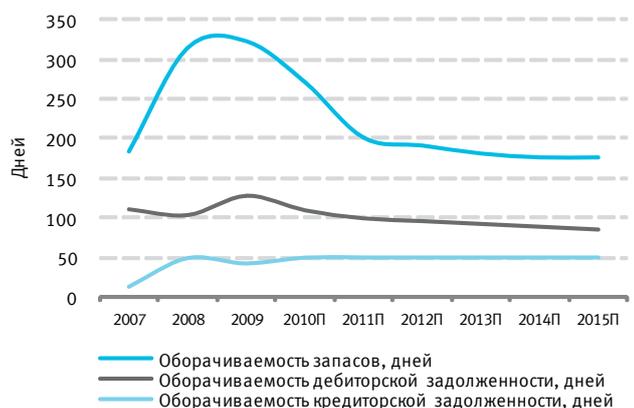


Источник: данные компании, аналитический департамент ФК «ОТКРЫТИЕ»

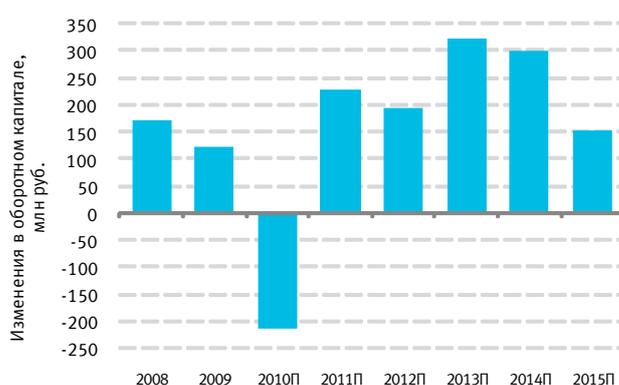
### Оборотный капитал

Коэффициент оборачиваемости запасов вернется на уровень 2007 г., после того как в 2010-2011 гг. компания продаст свои запасы дигидрохверцетина, оцениваемые на уровне 184 млн руб. В 2009 г. компания сформировала запасы дигидрохверцетина в объеме около 10 тонн. Компания планирует продать в 2011 г. часть этих запасов зарубежным производителям парафармацевтических препаратов.

По нашим прогнозам, коэффициент оборачиваемости запасов ОАО «Диод» стабилизируется после того, как в 2011-2012 гг. компания продаст часть своих запасов дигидрохверцетина



Источник: данные компании, аналитический департамент ФК «ОТКРЫТИЕ»



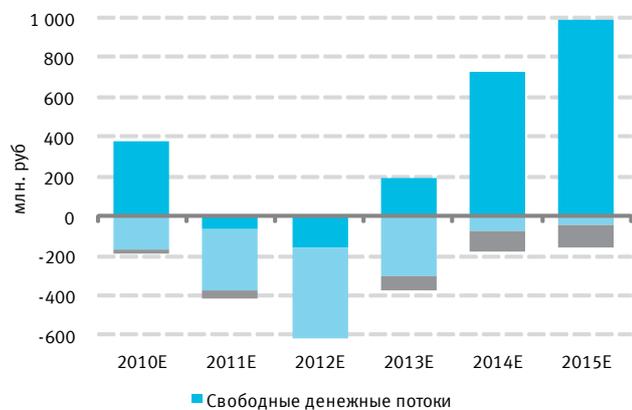
Источник: данные компании, аналитический департамент ФК «ОТКРЫТИЕ»

### Инвестиционная программа

На 2010-2014 гг. компания разработала инвестиционную программу, оцениваемую в 2,6 млрд руб., реализация которой поможет ОАО «Диод» получить большую долю рынка. На ребрендинг своей парафармацевтической продукции и создание новых препаратов под уже существующими брендами компания планирует потратить 1,2 млрд руб. На модернизацию своих старых производственных мощностей и строительство нового завода на территории Московской области компания намерена выделить 900 млн руб. Кроме того, в целях повышения своей вер-

тикальной интеграции планируется потратить 500 млн руб. на приобретение дочерних предприятий.

**Генерация значительных денежных потоков поможет ОАО «Диод» профинансировать свою инвестпрограмму, сократить долговую нагрузку и выплатить дивиденды**



Источник: данные компании, аналитический департамент ФК «ОТКРЫТИЕ»



Источник: данные компании, аналитический департамент ФК «ОТКРЫТИЕ»

**Значительные дивидендные выплаты.** В 2008 г. на выплату дивидендов компания потратила 4% своей чистой прибыли, а в 2009 г. – 7%. В 2010 г., как только компания начнет генерировать достаточно средств, коэффициент дивидендных выплат, по нашему мнению, стабилизируется на уровне 10%.

**Когда компания начнет генерировать значительные денежные потоки, ее долговая нагрузка значительно сократится.** По нашим прогнозам, объем общего долга компании сократится с 1 300 млн руб. в 2013 г. до 380 млн руб. в 2015 г.

## Риски

Мы выделяем следующие специфические корпоративные риски и риски общего рыночного характера.

**Общий экономический спад.** Мы считаем, что продолжительный период экономического спада маловероятен, однако даже в условиях ухудшения экономической среды фармацевтический сектор будет демонстрировать более высокие показатели, чем большинство отраслей национальной экономики. Фармацевтический сектор, наряду с продуктовым розничным рынком, не так сильно зависит от экономических циклов. Во времена экономических кризисов потребители сокращают расходы на товары длительного пользования и предметы роскоши. В 2008 г. фармацевтический сектор рос со скоростью 18% в рублевом исчислении, тогда как во многих других отраслях российской экономики наблюдался спад.

**Законодательная среда.** Деятельность фармацевтического сектора жестко регулируется законодательством. Ужесточение правил регистрации, рекламы, ограничения на продажу через аптеки парафармацевтических продуктов – все это усложнит положение участников рынка. Вместе с тем, следует отметить, что рынок парафармацевтических препаратов регулируется менее жестко, чем рынок лекарственных средств.

**Корпоративные риски**

- ОАО «Диод» является быстрорастущей компанией, планирующей в будущем запустить несколько новых продуктов, что может таить в себе дополнительные корпоративные риски, связанные с неудачным выводом новых препаратов на рынок.
- Выше мы обратили особое внимание на то, что в связи с формированием значительных запасов дигидрохверцетина коэффициент оборачиваемости запасов в 2009 г. был весьма высок – 321 день. Продолжительный период оборачиваемости запасов отрицательно сказывается на движении наличных средств. Продажи накопленных запасов дигидрохверцетина осуществляются по контрактам, исполнение которых в случае ухудшения экономической ситуации может оказаться под вопросом.

## Финансовые показатели (МСФО)

Отчет о прибылях и убытках ,млн руб.							
	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
<b>Выручка, включая:</b>	<b>1624</b>	<b>1730</b>	<b>1559</b>	<b>1693</b>	<b>2628</b>	<b>3228</b>	<b>4220</b>
БАДы	1213	1226	954	1099	1753	1859	2057
Фармацевтика	0	66	117	127	242	694	1658
Лечебная (активная) косметика	112	223	216	288	348	333	103
Медтехника	44	39	51	55	61	68	79
Оригинальные инновационные субстанции	0	0	0	125	225	275	325
<b>СЕБЕСТОИМОСТЬ</b>	<b>-671</b>	<b>-674</b>	<b>-726</b>	<b>-626</b>	<b>-962</b>	<b>-1191</b>	<b>-1561</b>
<b>ВАЛОВАЯ ПРИБЫЛЬ</b>	<b>953</b>	<b>1056</b>	<b>833</b>	<b>1067</b>	<b>1666</b>	<b>2037</b>	<b>2659</b>
Коммерческие расходы	-396	-516	-369	-482	-749	-910	-1182
Административные расходы	-131	-154	-160	-178	-276	-336	-430
Затраты на исследования и разработки	-18	-17	-17	-37	-60	-71	-93
<b>Выручка от продаж</b>	<b>407</b>	<b>368</b>	<b>287</b>	<b>370</b>	<b>581</b>	<b>720</b>	<b>954</b>
Пр. опер. доходы	7	156	345	51	79	97	127
Пр. опер. затраты	-74	-67	-109	-85	-121	-129	-143
<b>ЕБИТДА</b>	<b>360</b>	<b>384</b>	<b>303</b>	<b>382</b>	<b>584</b>	<b>734</b>	<b>996</b>
<b>ЕБИТ</b>	<b>340</b>	<b>457</b>	<b>523</b>	<b>336</b>	<b>539</b>	<b>688</b>	<b>937</b>
Амортизация	20	30	44	46	46	46	59
Переоценка активов	-8	0	0	0	0	0	0
Финансовая прибыль (убыток)	3	-40	-114	-53	-19	-28	-49
Пр. неопер. прибыль (убыток)	-1	0	0	0	0	0	0
Доход (убыток) неконсолидируемых дочерних предприятий	-2	-9	0	0	0	0	0
<b>ЕБТ</b>	<b>333</b>	<b>408</b>	<b>410</b>	<b>282</b>	<b>520</b>	<b>660</b>	<b>888</b>
Налог на прибыль	-101	-106	-46	-56	-104	-132	-178
<b>Чистая прибыль</b>	<b>232</b>	<b>303</b>	<b>364</b>	<b>226</b>	<b>416</b>	<b>528</b>	<b>710</b>
Миноритариев	3	0	-10	0	0	0	0
<b>АКЦИОНЕРОВ КОМПАНИИ</b>	<b>229</b>	<b>303</b>	<b>374</b>	<b>226</b>	<b>416</b>	<b>528</b>	<b>710</b>

Источники: данные компании, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Баланс, млн руб.**

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
<b>Активы</b>							
<b>Долгосрочные активы</b>							
Основные активы	384	401	443	422	446	860	1,101
Инвестиции	215	-	1	141	386	492	498
Гудвил	4	266	268	268	268	268	268
Нематериальные активы	-	478	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
Дебиторская задолженность	16	28	-	-	-	-	-
Прочее	9	19	1	1	1	1	1
Отложенные налоговые активы	29	33	46	46	46	46	46
Активы для продажи	11	-	-	-	-	-	-
<b>Итого долгосрочные активы</b>	<b>667</b>	<b>1,226</b>	<b>1,860</b>	<b>1,979</b>	<b>2,248</b>	<b>2,768</b>	<b>3,015</b>
<b>Краткосрочные активы</b>							
Запасы	336	578	639	463	527	620	770
Дебиторская задолженность	496	493	548	510	720	853	1,075
Выданные займы	53	21	16	16	16	16	16
Денежные средства и их эквиваленты	23	29	38	284	286	426	817
<b>Итого краткосрочные активы</b>	<b>908</b>	<b>1,121</b>	<b>1,241</b>	<b>1,272</b>	<b>1,549</b>	<b>1,916</b>	<b>2,678</b>
<b>Итого активы</b>	<b>1,574</b>	<b>2,347</b>	<b>3,101</b>	<b>3,251</b>	<b>3,797</b>	<b>4,683</b>	<b>5,693</b>
<b>Акционерный капитал</b>							
Капитал	1	1	1	1	1	1	1
Резерв переоценки	280	285	285	285	285	285	285
Добавочный капитал	-	-	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
Нераспределенная прибыль	808	1,082	1,429	1,632	2,006	2,482	3,121
Акционерный капитал	1,089	1,368	1,709	1,912	2,287	2,762	3,401
Доля миноритариев	11	57	296	296	296	296	296
<b>Итого акционерный капитал</b>	<b>1,100</b>	<b>1,425</b>	<b>2,005</b>	<b>2,208</b>	<b>2,583</b>	<b>3,058</b>	<b>3,697</b>
<b>Обязательства</b>							
<b>Долгосрочные обязательства</b>							
Долгосрочные займы и обязательства	-	310	87	87	267	627	947
Отложенные налоговые обязательства	73	152	281	281	281	281	281
Кредиторская задолженность	-	-	11	11	11	11	11
<b>Итого долгосрочные обязательства</b>	<b>73</b>	<b>462</b>	<b>379</b>	<b>379</b>	<b>559</b>	<b>919</b>	<b>1,239</b>
<b>Краткосрочные активы</b>							
Кредиторская задолженность	21	91	84	86	132	163	214
Задолженность по налогу на прибыль	84	74	62	62	62	62	62
Краткосрочные займы и обязательства	182	206	453	398	343	363	363
Прочее	106	46	74	74	74	74	74
Резервы предстоящих расходов	10	42	45	45	45	45	45
Отложенная прибыль	-	-	0	0	0	0	0
<b>Итого краткосрочные активы</b>	<b>402</b>	<b>459</b>	<b>717</b>	<b>664</b>	<b>655</b>	<b>707</b>	<b>757</b>
<b>Итого обязательства</b>	<b>475</b>	<b>922</b>	<b>1,096</b>	<b>1,043</b>	<b>1,214</b>	<b>1,626</b>	<b>1,996</b>
<b>Итого обязательства и капитал</b>	<b>1,574</b>	<b>2,347</b>	<b>3,101</b>	<b>3,251</b>	<b>3,797</b>	<b>4,683</b>	<b>5,693</b>

Источники: данные компании, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**Отчет о движении денежных средств, млн руб.**

	2007	2008	2009	2010П	2011П	2012П	2013П
Чистая прибыль	229	303	374	226	416	528	710
Амортизация	20	23	33	46	46	46	59
<b>ИЗМЕНЕНИЕ ОБОРОТНОГО КАПИТАЛА</b>		<b>(170)</b>	<b>(123)</b>	<b>216</b>	<b>(228)</b>	<b>(195)</b>	<b>(321)</b>
Изменение запасов	-	(242)	(61)	176	(64)	(93)	(150)
Изменение дебиторской задолженности	-	2	(54)	37	(210)	(133)	(222)
Изменение кредиторской задолженности	-	70	(7)	2	46	31	51
<b>ЧИСТЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА ОТ ТЕКУЩЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>	<b>(140)</b>	<b>(103)</b>	<b>74</b>	<b>488</b>	<b>234</b>	<b>379</b>	<b>448</b>
Приобретение дочерних компаний	(140)	(69)	(37)	(140)	(245)	(106)	(6)
Приобретение объектов основных средств и нематериальных активов	(2)	(34)	(22)	(25)	(70)	(460)	(300)
Приобретение финансовых вложений	(10)	(200)	(1)	-	-	-	-
Займы, предоставленные другим организациям	(24)	(15)	(17)	-	-	-	-
Чистые денежные средства от инвестиционной деятельности	(166)	(242)	(30)	(165)	(315)	(566)	(306)
Капрасходы	(153)	(303)	(61)	(165)	(315)	(566)	(306)
Полученные займы, кредиты	30	1,494	1,129	(55)	125	380	320
Погашение займов и кредитов	(3)	(1,144)	(1,140)	-	-	-	-
Дивиденды выплаченные	-	(13)	(24)	(23)	(42)	(53)	(71)
<b>ЧИСТЫЕ ДЕНЕЖНЫЕ СРЕДСТВА ОТ ФИНАНСОВОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ</b>	<b>27</b>	<b>336</b>	<b>(35)</b>	<b>(78)</b>	<b>83</b>	<b>327</b>	<b>249</b>
Остаток денежных средств на начало года	24	23	29	38	284	286	426
<b>ЧИСТОЕ УВЕЛИЧЕНИЕ (УМЕНЬШЕНИЕ) ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ</b>	<b>(87)</b>	<b>(9)</b>	<b>10</b>	<b>245</b>	<b>2</b>	<b>141</b>	<b>391</b>
Остаток денежных средств на конец года	(64)	29	38	284	286	426	817
Итого займы, кредиты	182	516	540	485	610	990	1,310
Чистый долг	246	488	501	201	324	563	492
Debt/Equity	0.17	0.38	0.32	0.25	0.27	0.36	0.39
Net debt/EBITDA	0.68	1.27	1.66	0.53	0.55	0.77	0.49

Источники: данные компании, Инвестбанк «ОТКРЫТИЕ»

**OFFICES**
**RUSSIA**

OTKRITIE Brokerage House JSC  
 19/10 Protopopovskiy Lane, 129010,  
 Moscow, Russia  
 T: +7 (495) 232 9966  
 F: +7(495) 956 4700  
<http://www.open.ru>  
 e-mail: [infomail@open.ru](mailto:infomail@open.ru)

Licences for professional securities market operations issued by FFMS to OTKRITIE Brokerage House JSC  
 1. Brokerage operations: licence No 177-06097-100000;  
 2. Dealer operations: licence No 177-06100-010000;  
 3. Depository operations: licence No 177-06104-000100;  
 4. Exchange intermediate: licence No 673 from 23/12/2004;  
 5. Exchange intermediate: licence No 1082 from 22/11/2007, valid until 22 November 2010

**UNITED KINGDOM**

OTKRITIE Securities Limited  
 30-34 Moorgate St., EC2R 6PL  
 London, United Kingdom  
 Tel.: +44 (0) 207 82 68200  
 Fax: +44 (0) 207 82 68201  
[www.otkritie.com](http://www.otkritie.com)  
 e-mail: [info@otkritie.com](mailto:info@otkritie.com)  
 Authorised And Regulated By The Financial Services Authority  
 Member of The London Stock Exchange and APCIMS

**CYPRUS**

OTKRITIE Finance (Cyprus) Limited  
 104 Amathountos Str.,  
 SeasonsPlaza, P.C. 4532,  
 Limassol, Cyprus  
 Tel.: +357 (25) 431456  
 Fax: +357 (25) 431457  
[www.otkritiefinance.com.cy](http://www.otkritiefinance.com.cy)  
 e-mail: [infomail@open.ru](mailto:infomail@open.ru)

**GERMANY**

OTKRITIE Securities Limited  
 Goethestrasse 10  
 60313 Frankfurt am Main, Germany  
 Tel.: +49 (0) 069 - 21 08 73 124  
 Fax : +49 (0) 069 - 21 08 73 126  
[www.otkritie.com](http://www.otkritie.com)  
 e-mail: [info@otkritie.com](mailto:info@otkritie.com)

**Analysts' criteria of stock investment rating valuation**

<b>BUY</b>	Expected absolute return to 12-month target price exceeds 20%
<b>HOLD</b>	Expected absolute return to 12-month target price remains within the range of -20% and +20%
<b>SELL</b>	Expected absolute return to 12-month target price exceeds -20%

«\$» DENOTES US DOLLAR

**EQUITIES GROUP**
**SHANI KOGAN**

Managing Director, Head of Equities

**RESEARCH DEPARTMENT +7 (495) 777-56-56**
**Strategy, Banks**

**VLADIMIR SAVOV**  
 Head of Research  
[savov@open.ru](mailto:savov@open.ru)

**Oil & Gas**

**VADIM MITROSHIN**  
 Senior Analyst  
[mitroshin@open.ru](mailto:mitroshin@open.ru)

**Telecoms, Media, IT**

**TIBOR BOKOR**  
 Senior Analyst  
[bokor@open.ru](mailto:bokor@open.ru)

**Small Caps**

**NATALIA MILCHAKOVA, PhD**  
 Senior Analyst  
[n.milchakova@open.ru](mailto:n.milchakova@open.ru)

**Economics, Banks**

**OLGA NAYDENOVA**  
 Analyst  
[naydenova@open.ru](mailto:naydenova@open.ru)

**Electric Utilities**

**PAVEL POPIKOV**  
 Senior Analyst  
[popikov@open.ru](mailto:popikov@open.ru)

**Taryn Arthur**

**TARYN ARTHUR**  
 Analyst  
[arthur@open.ru](mailto:arthur@open.ru)

**TATYANA ZADOROZHNAJA**  
 Analyst  
[ztm@open.ru](mailto:ztm@open.ru)

**Metals & Mining, Transportation, Fertilizers**

**DENIS GABRIELIK**  
 Analyst  
[gabrielik@open.ru](mailto:gabrielik@open.ru)

**VADIM PALAMARCHUK**  
 Analyst  
[palamarchuk@open.ru](mailto:palamarchuk@open.ru)

**Consumer Goods, Retail**

**VICTOR DIMA**  
 Senior Analyst  
[vdima@open.ru](mailto:vdima@open.ru)

**GELDY SOYUNOV**  
 Analyst  
[s@open.ru](mailto:s@open.ru)

**MARIA BOVYKINA**  
 Analyst  
[bovykina@open.ru](mailto:bovykina@open.ru)

**Fixed Income**

**ISKANDER ABDULLAEV**  
 Analyst  
[abdullaev@open.ru](mailto:abdullaev@open.ru)

**SALES & TRADING MOSCOW +7 (495) 956-44-75**

**MAXIM BAKLUNOV**  
 Director Domestic Institutional Sales  
[baklunov@open.ru](mailto:baklunov@open.ru)

**ALEXANDER ZAKHAROV**  
 Director International Institutional Sales  
[zakharov@open.ru](mailto:zakharov@open.ru)

**HENRY KARPIN**  
 Vice president International Institutional Sales  
[karpin@open.ru](mailto:karpin@open.ru)

**ANDREY MILCHENKO**  
 Vice president International Institutional Sales  
[milchenko@open.ru](mailto:milchenko@open.ru)

**EVGENY NAZAROV**  
 Institutional Sales  
[nazarov@open.ru](mailto:nazarov@open.ru)

**ALEXANDER CHERNOMOROV**  
 Institutional Sales  
[chernomorov@open.ru](mailto:chernomorov@open.ru)

**NATALIA MESCHERIAKOVA**  
 Institutional Sales  
[mescheriakova@open.ru](mailto:mescheriakova@open.ru)

**SALES & TRADING LONDON +44 (0) 207 826 8200 (TRADING DESK)**

**JOSEPH DAYAN**  
 Head of International Equity Sales & Trading  
[joseph.dayan@otkritie.com](mailto:joseph.dayan@otkritie.com)

**LUIS SAENZ**  
 Institutional Sales  
[luis.saenz@otkritie.com](mailto:luis.saenz@otkritie.com)

**EFE YUCEMEN**  
 Institutional Sales  
[efe.yucemen@otkritie.com](mailto:efe.yucemen@otkritie.com)

**DAVID BROCKMAN**  
 Institutional Equity Sales & Trading  
[david.brockman@otkritie.com](mailto:david.brockman@otkritie.com)

**NICHOLAS RICHMOND**  
 Global Head of Trading  
[nick.richmond@otkritie.com](mailto:nick.richmond@otkritie.com)

**TIM BEVAN**  
 Institutional Equity Sales & Trading  
[tim.bevan@otkritie.com](mailto:tim.bevan@otkritie.com)

**DARIUS KEZINAITIS**  
 Institutional Trading  
[darius.kezinaitis@otkritie.com](mailto:darius.kezinaitis@otkritie.com)

**NIKOLAY SYSUEV**  
 Institutional Trading  
[nikolay.sysuev@otkritie.com](mailto:nikolay.sysuev@otkritie.com)

**RENATA KLITA**  
 Institutional Sales  
[renata.klita@otkritie.com](mailto:renata.klita@otkritie.com)

OTKRITIE Investment Bank (JSC) © 2010

Unauthorised duplication, replication and dissemination for any purpose are strictly prohibited.  
 OTKRITIE Investment Bank (JSC) (hereafter referred to as the "Company").

**ANALYSTS' ACKNOWLEDGMENT AND DISCLAIMER**

The Analytic Report is not an offer or solicitation to buy or sell securities or other financial instruments and shall not form the basis of or be relied on in connection with any contract relating to such actions. The information contained in the Analytic Report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient. The Analytic Report is based upon information available to the Company as at the date hereof however the Company makes no representation or warranty, either express or implied, in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein. The opinions expressed are those of the Company as at the date on the Analytic Report only. Any opinions are subject to change without notice and the Company is under no obligation to update the Analytic Report. The Company and its employees shall not have any liability whatsoever for any direct or consequential loss or damage, howsoever arising, from the use of the Analytic Report.

Investments in general involve some degree of risk, including the risk of capital loss. The investments discussed in the Analytic Report may not be suitable for all investors. Investors should make their own investment decisions based upon their own financial objectives and financial resources and, if in any doubt, should seek advice from an investment adviser. Past performance is not necessarily a guide to future performance and an investor may not get back the amount originally invested. Foreign currency-denominated securities are subject to fluctuations in exchange rates that could have an adverse effect on the value or the price of, or income derived from, the investment. In addition, investors in securities, the values of which are influenced by foreign currencies, effectively assume currency risk. Investing in Russia and Russian securities involves a high degree of risk and investors should perform their own due diligence before investing.

The Company may from time to time provide investment advice or other services to, or solicit such business, any of the companies referred to in the Analytic Report. Accordingly, information may be available to the Company that is not reflected in the Analytic Report and the Company may have acted upon or used the information prior to or immediately following its publication. In addition the Company, its directors and employees and/or any connected persons may have an interest in the securities or other financial instruments of any of the companies referred to in the Analytic Report and from time to time add to or dispose of such interest.

The issuance and distribution of the Analytic Report may be restricted in certain jurisdictions. Persons into whose possession this Analytic Report comes are required to inform themselves about and to observe any such restrictions.