

ОАО «ДИОД»:

Диверсифицированный производитель товаров для здоровья

Оценка	
Целевая стоимость собственного капитала, млн. руб.	3 027 – 3 864
Количество обыкновенных акций, млн.	91,5
Количество привилегированных акций, млн.	-
Диапазон справедливой цены одной обыкновенной акции, руб.	33,08-42,23
Диапазон справедливой цены одной привилегированной акции, руб.	-

Финансовые показатели, млн. руб.			
	2009	2010П	2011П
Выручка	1 559	1 681	2 155
ЕБИТДА	534	380	712
Чистая прибыль	374	210	468

Показатели рентабельности, %			
	2009	2010П	2011П
Рент-ть ЕБИТДА	34,3%	22,6%	33,0%
Опер. рент-ть	33,6%	22,0%	32,5%
Рент-ть по ЧП	24,0%	12,5%	21,7%

В июне 2010 г. должно состояться IPO одного из крупнейших российских производителей парафармацевтики - компании «ДИОД». Учитывая перспективы развития рынка товаров для здоровья (фармацевтика, парафармацевтика, медицинская техника) России, а также самой компании, мы полагаем, что ее акции представляют интерес для инвесторов.

После продажи текущими акционерами широкому кругу инвесторов до 25% акций компании, ДИОД планирует провести дополнительную эмиссию и разместить на открытом рынке (внебиржевое размещение) чуть меньше 24% увеличенного акционерного капитала (27,5 млн. акций), а вырученные средства направить на развитие бизнеса, что предполагает укрепление рыночных позиций, развитие и оптимизацию структуры компании, а также финансирование инвестиционной программы.

Растущая потребительская активность, а также действия российского Правительства, направленные на стимулирование развития отечественной фармацевтики, будут способствовать росту операционных и финансовых показателей ДИОДа. Среди основных драйверов роста компании в будущем можно выделить:

- **Ожидаемое расширение спроса на фармпрепараты.** По нашим оценкам, рост российского фармацевтического рынка в перспективе до 2018 г. составит в среднем 9% в год, а среднедушевое потребление лекарственных средств вырастет с текущих \$82/год до \$230/год.
- **Государственная поддержка отрасли.** В планах правительства РФ – снизить зависимость страны от импортных лекарственных средств, доля которых на внутреннем рынке составляет в настоящее время 74% в денежном выражении. Ожидается, что проведение ряда комплексных мероприятий по ограничению присутствия иностранных препаратов на российском рынке приведет к 2020 г. к росту доли отечественной продукции до 50% и более.
- **Грамотная стратегия развития бизнеса.** Бизнес ДИОДа вертикально интегрирован и хорошо диверсифицирован, что позволяет компании снижать операционные риски и находить новые точки роста. В настоящее время ДИОД делает акцент на сегменте биологически активных добавок, которые обеспечивают порядка двух третей его выручки, однако уже в ближайшем будущем структура выручки станет гораздо более сбалансированной - прежде всего, за счет резкого роста доли лекарственных средств. Ожидается, что в 2013 г. на этот сегмент бизнеса компании придется 36% выручки против 8% в 2009 г.

- **Мощный научно-исследовательский потенциал.** В производстве и разработке новых видов фармакологической продукции ДИОД в полной мере задействует накопленный опыт, опираясь на поддержку своего научно-исследовательского блока. Применение нанотехнологий и кропотливая работа ученых компании позволяют выпускать на рынок уникальные по свойствам продукты, не имеющие рыночных аналогов. По ряду таких позиций компания является одним из лидеров мирового рынка.

Согласно результатам проведенной оценки, справедливая стоимость собственного капитала ДИОДа составляет от 3 027 млн. руб. до 3 864 млн. руб., или 33,08-42,23 руб. в расчете на одну обыкновенную акцию.

Уважаемые инвесторы! Вы можете принять участие в IPO ОАО "ДИОД".

Более подробную информацию Вы можете получить [здесь](#).

Содержание

Основные тенденции развития российского рынка фармпрепаратов	3
Объем и структура фармацевтического рынка	3
Уровень потребления фармацевтических препаратов	3
ДИОД – диверсифицированный, вертикально интегрированный фармпроизводитель	6
Положение компании на рынке	6
Стратегия развития	8
Структура акционерного капитала и параметры IPO	10
Финансовое положение компании	11
SWOT-анализ	13
Прогноз финансовых показателей ДИОДа	14
Оценка справедливой стоимости ДИОДа	17

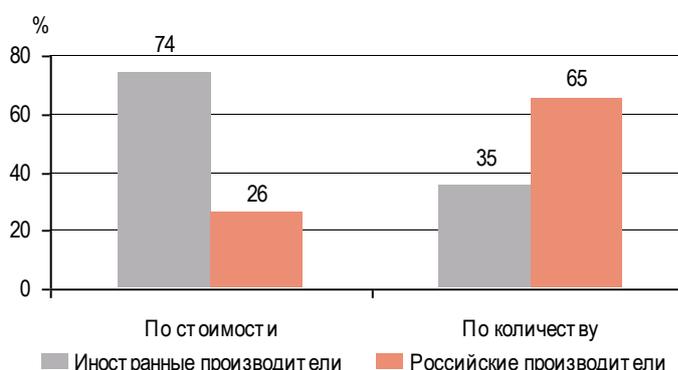
Основные тенденции развития российского рынка фармпрепаратов

Объем и структура фармацевтического рынка

По данным авторитетных информационно-аналитических агентств DSM и ISO, в 2009 г. объем российского рынка фармпрепаратов составил порядка 540 млрд. руб. Около 78% рынка пришлось на лекарственные средства, включая сегменты лечебно-профилактических учреждений, а также дополнительного лекарственного обеспечения. Оставшиеся 22% - это сегмент парафармацевтики (товаров для сохранения здоровья), важной составляющей которого является сегмент нелекарственных препаратов, куда относятся биологически активные добавки (БАДы) и активная (лечебная) косметика, содержащая биологически активные вещества и предназначенная для лечения и профилактики широкого ряда заболеваний.

Согласно имеющейся информации, в истекшем году на рынке лекарственных препаратов присутствовало порядка 6,5 тыс. торговых наименований, относящихся к 4,4 тыс. брендам, более трети из которых приходилось на иностранных производителей. При этом интересно отметить, что в стоимостном выражении доля импорта на российском рынке составляла порядка 74%, что объясняется существенной разницей в ценах на отечественные и импортные препараты. Основным объемом продаж на российском рынке пришелся на непатентованные препараты (дженерики) – 65% рынка по стоимости и 85% по количеству.

Рис. 1. Структура российского фармакологического рынка



В 2009 г. доля импортной продукции на российском рынке составила 74% по стоимости.

Источник: DSM Group, расчеты ИК «ФИНАМ»

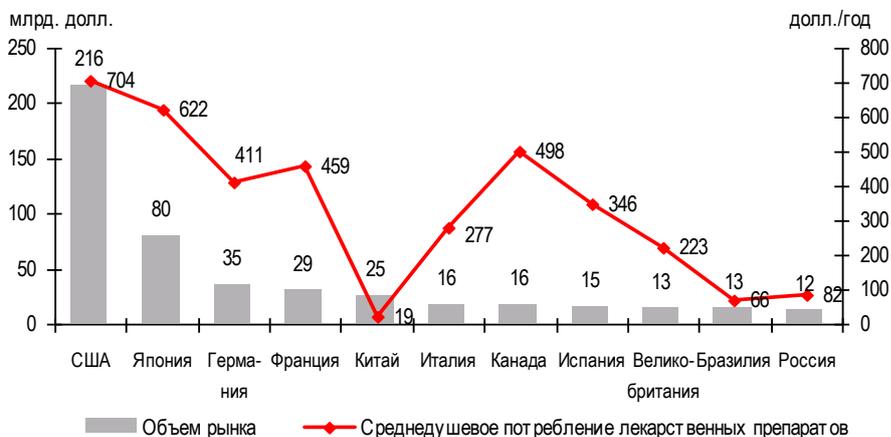
В настоящее время правительство России проводит ряд мероприятий, направленных на снижение зависимости российского фармацевтического рынка от иностранных препаратов. В правительственной стратегии развития фармацевтической промышленности России до 2020 г. в числе прочих задач значится курс на импортозамещение. Планируется, что к обозначенному сроку доля отечественных препаратов на рынке (по стоимости) должна превысить 50%. Среди основных мер, которые будут способствовать успешному решению этой задачи, мы отмечаем принятие нового закона об обращении лекарственных средств, который накладывает серьезные ограничения на иностранных производителей. На наш взгляд, основными бенефициарами нового закона будут крупные российские производители фармацевтики, которые в условиях снизившейся конкуренции смогут упрочить свои рыночные позиции.

Уровень потребления фармацевтических препаратов

В 2009 г. стоимостная величина коммерческого сегмента лекарственных препаратов (включая дополнительное лекарственное обеспечение) составила 366 млрд. руб. В расчете на душу населения среднедушевое потребление лекарств в

России находилось на уровне \$82 в год, что в 3-6 раз меньше, чем в странах Западной Европы и практически в 9 раз ниже аналогичного показателя США. Ниже приведен сравнительный анализ объемов рынков лекарственных средств ряда развитых и развивающихся стран, а также среднедушевое потребление лекарств. Для удобства сравнения все стоимостные показатели выражены в долларах США.

Рис. 2. Объем рынков лекарственных средств и среднедушевое потребление в ряде развитых и развивающихся стран

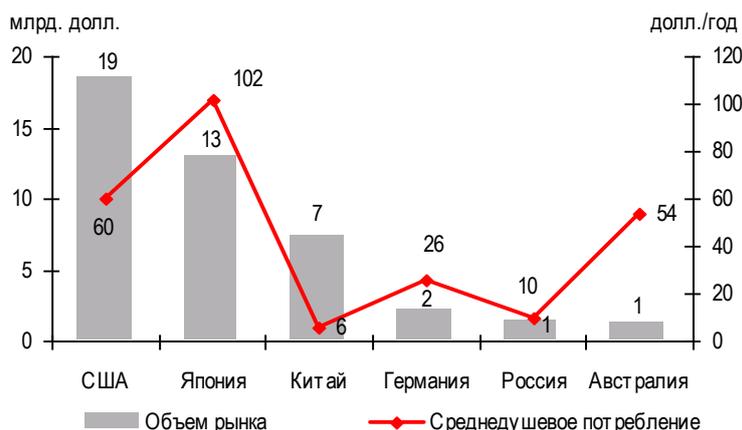


По среднедушевому потреблению лекарственных препаратов (\$82/чел./год) Россия заметно отстает от стран Европы и Северной Америки.

Источник: DSM Group, расчеты ИК «ФИНАМ»

Несмотря на то, что на продажи активной косметики и БАДов приходится всего порядка 5% общего объема фармрынка России, эти сегменты играют достаточно важное значение в плане укрепления здоровья нации. По данным DSM Group, в 2009 г. аптечные продажи лечебной косметики составили 13,7 млрд. руб., а БАДов – 12,1 млрд. руб. В пересчете на среднестатистического потребителя объем потребления нелекарственных средств составил около \$10/чел., что существенно ниже аналогичного показателя развитых стран (для сравнения: в 2009 г. среднедушевое потребление в Германии составило \$26/чел., в США - \$60/чел., в Японии - \$102/чел.).

Рис. 3. Объем рынков нелекарственных препаратов и среднедушевое потребление в ряде развитых и развивающихся стран



Среднедушевое потребление БАДов и лечебной косметики в России находится на уровне \$10/чел./год, что в несколько раз ниже соответствующего показателя большинства развитых стран.

Источник: DSM Group, расчеты ИК «ФИНАМ»

Согласно официальной статистике, средняя продолжительность жизни в России составляет менее 66 лет, что на 10-20% ниже, чем в странах Европы и США. В числе основных причин смертности – заболевания сердечнососудистой системы, раковые и инфекционные заболевания. Слабое здоровье нации отчасти объясняется плохой экологической обстановкой и низким уровнем развития медицины в стране, в т.ч. элементарным недопотреблением фармпрепаратов. В этой связи нельзя не отметить, что одной из задач, поставленных перед правительством России в рамках развития системы медицинского обеспечения,

является доведение потребления фармацевтических препаратов в ближайшие 10 лет до текущего среднеевропейского уровня (около \$320/чел./год). Поставленная задача представляется нам достаточно амбициозной – если ориентироваться на поставленные правительством цели, то к 2020 г. среднее потребление в России должно вырасти в 4 раза. Для их достижения потребуются не только формирование социально-экономической обстановки в стране, которая способствовала бы росту национального благосостояния, но и активное вмешательство государства, речь о котором пойдет позже.

На наш взгляд, в обозначенные сроки планы правительства вряд ли могут быть реализованы. Наше мнение мы мотивируем тем, что в 2005-2009 гг. средний темп роста коммерческого сектора лекарственных средств эквиваленте (на него приходится более половины фармрынка) в рублевом составил 18% в год. Мы полагаем, что в долгосрочной перспективе рынок не сможет выдержать таких же высоких темпов роста, особенно с учетом реализации планов правительства по ограничению присутствия на нем импортных препаратов. Прогноз информационно-аналитического агентства DSM на 2010-2015 гг. сводится к тому, что в 2010 г. фармакологический рынок может прибавить 11% год к году (при этом коммерческий сектор лекарственных средств может показать 13%-ый рост, тогда как сегменты лечебной косметики и БАД – 12% и 10% соответственно). В 2012 г. рост рынка составит 12%, после чего начнет замедляться и в 2015 г. составит 8%. Таким образом, здесь довольно четко прослеживается тенденция к замедлению роста. Если говорить о прогнозе динамики рынка на более отдаленную перспективу, то мы полагаем, что в долгосрочном плане (в 2018 г.) рост может замедлиться до 6% год к году, что, в целом, будет немного выше прогнозного уровня инфляции в стране (5%). Таким образом, к 2018 г. объем рынка фармакологии может увеличиться более чем в два раза до 1,1 трлн. руб., а продажи лекарственных препаратов составят 870 млрд. руб. Основными неинфляционными факторами, которые будут влиять на динамику продаж, являются численность населения страны, а также рост среднедушевого потребления. Что касается последнего фактора, то, согласно нашим прогнозам, в 2018 г. среднее потребление лекарств превысит уровень в \$230/чел./год.

Рис. 4. Прогноз объема российского рынка фармакологии



Ожидаемый рост российского рынка фармакологии в 2009-2018 гг. составит 112%.

Источник: DSM Group, ISO, расчеты ИК «ФИНАМ»

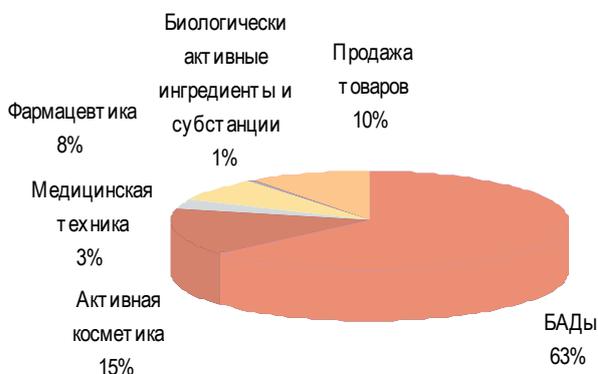
ДИОД – диверсифицированный, вертикально интегрированный фармпроизводитель

Положение компании на рынке

Завод «ДИОД» был учрежден в 1994 г. путем акционирования оборонно-промышленного предприятия, ведущего свою историю с 1932 г. В 1997 г. компания одна из первых в России запустила собственное производство товаров для сохранения здоровья, начав выпуск биологически активных добавок, и за 12 лет успешной работы (в 2009 году) смогла занять второе место по доле рынка нелекарственных препаратов. В сегменте БАДов ее доля составила 6%, в сегменте нелекарственных препаратов наружного потребления – 3,4%.

На наш взгляд, ДИОД придерживается достаточно грамотной стратегии развития, в основу которой заложен принцип диверсификации бизнеса. Компания ведет деятельность сразу в нескольких сегментах рынка товаров для здоровья: БАДы, активная косметика, медицинская техника, биологически активные ингредиенты и субстанции, а также фармацевтика. По итогам 2009 г. общая выручка компании составила чуть менее 1,6 млрд. руб. Порядка двух третей выручки (990 млн. руб.) пришлось на сегмент БАДов, 15% (240 млн. руб.) - это доходы в сегменте лечебной косметики, а на долю доходов от продаж лекарств пришлось 8% общей выручки. Немалую долю в структуре доходов ДИОДа (10%) занимает статья «Продажа товаров», под которой подразумевается выручка от розничных продаж собственной сети магазинов «Мир Экологии». Под этим же брендом функционирует принадлежащий ДИОДу медицинский центр, который оказывает медицинские услуги широкому кругу желающих.

Рис. 5. Структура выручки ДИОДа



В структуре выручки ДИОДа ведущее место занимает продажа БАДов (63%) и лечебной косметики (15%). На долю лекарств приходится 8% выручки.

Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

Ассортимент выпускаемой ДИОДом продукции включает порядка 30 наименований БАДов, 5 наименований активной косметики, 6 видов медицинских аппаратов, не считая трех лекарственных средств. Среди нелекарственных препаратов внутреннего потребления особой популярностью у покупателей пользуются «Капилар», «Виардо», «Йод-Актив», «Фаза 2 (контроль веса)». Из нелекарственных препаратов наружного потребления широкой публике хорошо известны бальзамы «Артро-Актив», гели и кремы «Капилар», а также спрей-тоник «Окулист для век и контура глаз». Среди выпускаемых компанией медицинских приборов можно отметить аппарат для инфракрасной терапии «Световит», приборы для диагностики и мониторинга заболеваний «Кардиовизор» и «Минимакс», а также серебритель воды «Георгий».

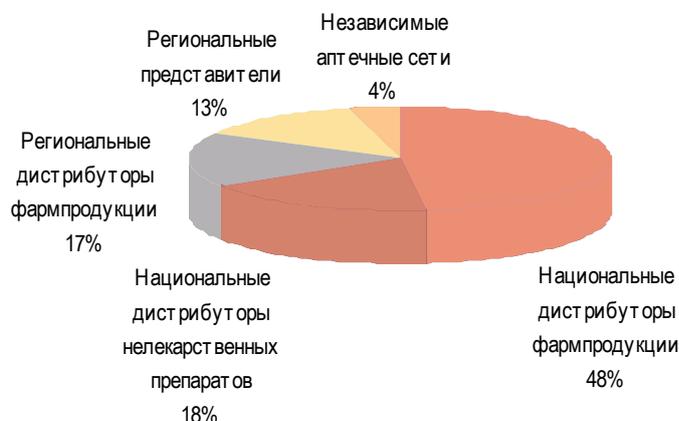
ДИОД является вертикально интегрированной структурой, объединяющей 11 предприятий, занятых в производстве и дистрибуции товаров для сохранения здоровья, фармацевтических препаратов, медицинской и экологической техники и инновационных субстанций. Такая структура позволяет компании достигать

существенной экономии издержек еще на этапе закупки сырья, а также расширяет круг потенциальных покупателей готовой продукции, обеспечивая компании беспрепятственный доступ к ним. Совместное влияние этих факторов способствует росту эффективности бизнеса в целом.

Особое место в структуре компании занимает производственный блок, который объединяет предприятий в 4 российских регионах. Помимо самого завода «ДИОД» производственную базу компании формируют московский завод «ОЛИФЕН», способный производить до 300 млн. таблеток, 1,8 млн. капсул и 48 тыс. л сиропа в год, белгородское предприятие «Таксифолия», занимающееся очисткой сырья дигидрокверцетина (ДКВ), используемого в качестве сырья в производстве БАДов, иркутские предприятия «Тайга ГАЗ» и «ФЛАВИР», занимающиеся производством и очисткой сырья ДКВ, а также завод «АМЕТИС», являющийся крупнейшим в мире производителем ДКВ (максимальная мощность – 33 тонны в год).

За годы своей деятельности компания наработала тесные связи с большим количеством независимых дистрибуторов фармацевтической продукции, которые являются важным связующим звеном в дистрибуционной сети ДИОДа. На текущий момент в распоряжении компании имеется многоуровневая дистрибуционная сеть, насчитывающая свыше 170 контрагентов и охватывающая всю территорию России. Центральное место в этой системе занимают крупные национальные дистрибуторы фармпродукции (СИА, Катрен, Протек, Аптека-Холдинг и др.), на долю которых приходится чуть менее половины внешних продаж. На долю национальных дистрибуторов нелекарственных препаратов приходится порядка одной пятой части всех внешних продаж. Региональные представители и региональные дистрибуторы фармпродукции обеспечивают порядка 30% выручки, поступающей от не прямых продаж. Особо мы отмечаем сотрудничество ДИОДа с одной из крупнейших торговых сетей России, «МЕТРО», которая недавно заключила с ДИОДом договор о дистрибуции. Мы полагаем, что доступ к развитой сети дистрибуции является важным элементом в бизнес-модели ДИОДа, который расширяет круг потенциальных покупателей и, таким образом, способствует росту продаж. Отдельно мы обращаем внимание инвесторов на то, что большое количество контрагентов, выступающих в роли посредников между компанией и конечными потребителями, является неоспоримым преимуществом, поскольку снижает зависимость ДИОДа от любого отдельно взятого дистрибутора. Благодаря собственной розничной сети, состоящей из онлайн-магазина и 6 обычных точек продаж, функционирующих под брендом «Мир Экологии», ДИОД имеет возможность прямого выхода на конечного потребителя своей продукцией.

Рис. 6. Структура продаж готовой продукции через независимых дистрибуторов



Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

Центральным звеном в системе дистрибуции ДИОДа являются национальные дистрибуторы фармацевтических продуктов, на долю которых приходится чуть меньше половины от величины не прямых продаж.

Стратегия развития

Переориентация на лечебное питание. Как отмечалось, в настоящее время сегмент БАДов является ключевым для компании, поскольку на его долю приходится 63% выручки компании. Некоторое время назад в СМИ появилась информация о том, что БАДы могут исчезнуть с прилавков аптек. Опасения производителей БАДов, к счастью, не оправдались. Однако до сих пор остаются риски изменения законодательства, в результате чего сегмент понесет существенные потери. В частности это касается закона о рекламе. На текущий момент государство не предпринимает никаких действий на этом фронте, но риск того, что рекламу БАДов запретят, следуя опыту ряда развитых стран, остается. В связи с этим стратегия развития ДИОДа заключается в уходе от понятия БАДов в принципе. В ближайшем будущем компания планирует выпустить линейку лечебного и функционального питания с хорошо известными рынку названиями БАДов, которые сейчас имеются в продаже. Что касается новых функциональных свойств новой продукции, то отличия от БАДов будут минимальными, однако, подход законодателя к БАДам и лечебному питанию будет совершенно различным.

Акцент на сегменте лекарственных средств. Текущий период развития ДИОДа можно охарактеризовать как стадию инновационного развития. Используя имеющийся научный потенциал и накопленный опыт, компания делает особый акцент на развитии бизнес-направления, связанного с производством лекарственных препаратов и фармацевтических субстанций. На наш взгляд, компания делает правильный выбор, поскольку эти сегменты являются одними из наиболее перспективных на рынке фармацевтики.

Выпуск новых лекарственных брендов. В настоящее время в портфеле ДИОДа всего 3 лекарственных бренда – препарат для лечения гипоксии “Гипоксен”, лекарство против депрессий и неврозов “Мебикс” и противовирусный препарат “Орвирем”. Уже в 2010 г. компания планирует выпустить на рынок новый кардио- и ангиопротекторный препарат. Всего в 2010-2013 гг. свет увидят 18 новых лекарственных препаратов, уверенность в чем нам придает тот факт, что по состоянию на сегодняшний день компанией разработаны 8 готовых лекарственных средств и 6 оригинальных активных фармацевтических субстанций, которые находятся на стадии государственной регистрации. С учетом изложенного мы ожидаем, что к 2014 г. портфель лекарственных препаратов компании расширится в 7 раз до 21 наименования.

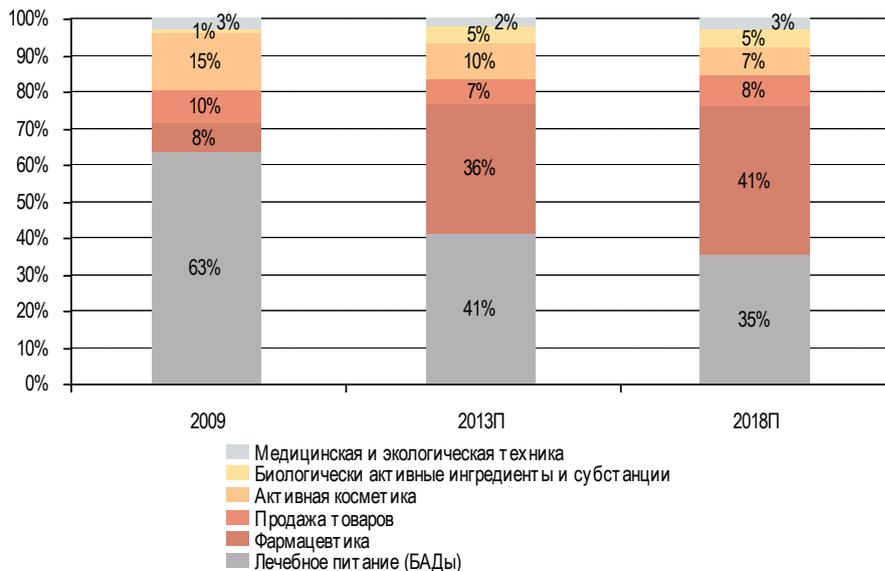
Укрепление позиций в сегменте активных фармацевтических субстанций. В производстве лекарственных и нелекарственных препаратов ДИОД использует собственное сырье – активные фармацевтические субстанции. В активе компании имеется около десятка субстанций, особое значение из которых в силу универсальности приобрели арабиногалактан и ДКВ. Как отмечалось, ДИОД фактически является классической олигополией на мировом рынке ДКВ, обеспечивая порядка четвертой части мировой потребности в этой субстанции (порядка 40 тонн в год). При этом мощности компании по производству ДКВ загружены в лучшем случае на треть, что открывает перед компанией неплохие перспективы роста производства и поставки готовой продукции на экспорт. Имеются предпосылки, которые однозначно указывают на то, что в ближайшее время компания начнет отгрузки ДКВ партнерам в Юго-Восточную Азию, позднее – в Европу и США. Мы ожидаем укрепления рыночных позиций компании на мировом рынке активных субстанций.

Сильный научно-исследовательский потенциал. Активному развитию сегментов лекарств и фармацевтических субстанций будут способствовать усилия компании, связанные с научными разработками (согласно планам менеджмента, в 2010-2011 гг. на научные разработки будет затрачено свыше 215 млн. руб.). Научно-исследовательский потенциал компании мы оцениваем достаточно высоко – в распоряжении ДИОДа имеются две собственные уникальные лаборатории (лаборатория биологической активности и токсикологической безопасности, а

также лаборатория препаративной хроматографии), укомплектованные необходимым оборудованием и штатом высококвалифицированных специалистов. Эти лаборатории позволяют компании осуществлять проверку подлинности сырья, контроль эффективности сырья и готовых препаратов, а также производить опытные образцы новой продукции с применением нанотехнологий. На базе лабораторий ДИОД разработал и зарегистрировал 6 новых медицинских технологий, 14 видов оригинального сырья, а также 2 государственных стандартных образца (еще 4 образца находятся в процессе госрегистрации). Уникальные разработки ученых ДИОДа защищены законом. В настоящее время компания является держателем 34 зарегистрированных патентов и 47 свидетельств о регистрации торгового знака, еще 7 патентов находятся на стадии регистрации.

Совершенствование системы продвижения готовой продукции. Большое внимание компания уделяет вопросу сбыта готовой продукции. В сфере маркетинга менеджмент ДИОДа планирует сделать основной упор на создание “зонтичных брендов”, объединяющих продукты различных товарных категорий, внедрение программ лояльности потребителей (в настоящее время в активе компании около 128 тыс. условно-постоянных покупателей), а также активизацию рекламной деятельности. Что касается развития каналов дистрибуции, то здесь акцент будет сделан на еще более тесном сотрудничестве с дистрибуторами и торговыми представителями. Предполагается введение гибкой системы отсрочек платежа, а также дополнительной системы скидок и мотиваций для контрагентов.

В перспективе основным драйвером роста выручки компании станет сегмент лекарственных средств. С учетом действующей стратегии развития ДИОДа на среднесрочную перспективу мы сделали собственный прогноз динамики и структуры выручки компании. Мы полагаем, что особый акцент, который компания делает на развитие сегмента лекарственных средств, принесет видимые результаты уже в течение ближайших 3-4 лет. Динамичное развитие рынка фармакологии, подстегиваемое расширением внутреннего спроса, активное выведение ДИОДом на рынок новых препаратов, расширение каналов сбыта готовой продукции, а также ослабление конкуренции в отрасли в свете планов правительства по ограничению присутствия иностранных препаратов на российском рынке будут являться мощными драйверами роста выручки компании, прежде всего, за счет роста продаж лекарственных препаратов. По нашим оценкам, в 2013 г. общая выручка компании может достичь 3,4 млрд. руб., что более чем в два раза превышает показатель 2009 г. В структуре выручки будет доминировать сегмент лекарственных средств (36%), на долю лечебного питания придется чуть более 40% выручки, а доля активной косметики снизится с нынешних 15% до 10%. Мы ожидаем также роста доли сегмента биологически активных ингредиентов и субстанций – к 2013 г. она увеличится до 5% с 1% в 2009 г. В более отдаленной перспективе возможно дальнейшее расширение сегмента лекарственных средств. Согласно нашим прогнозам, в 2018 г. на его долю может прийти до 41% от величины выручки компании.

Рис. 7. Прогнозная структура выручки ДИОДа


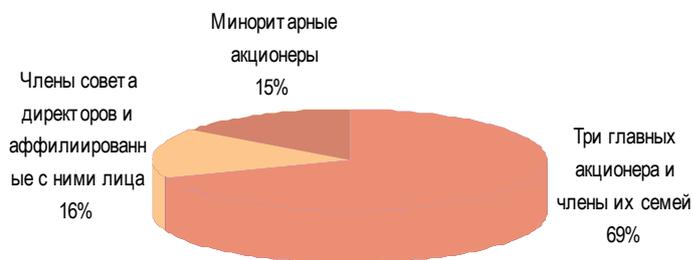
В 2013 г. доля фармацевтической продукции в структуре выручки ДИОДа составит 36%, а к 2018 г. вырастет до 41%, оттеснив сегмент лечебного питания (БАДов) на второй план.

Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

Структура акционерного капитала и параметры IPO

Акционерный капитал ДИОДа представлен 91,5 млн. обыкновенных акций номиналом 0,01_руб.. Его структура достаточно прозрачна: в настоящее время насчитывается более ста акционеров, все они – физические лица. Около 70% акций компании принадлежит трем топ-менеджерам, которые приобрели свои пакеты еще в ходе приватизации предприятия в 1994 г. (генеральный директор В.Тихонов, первый заместитель генерального директора В.Козлов и директор по внешнеэкономическим связям Э.Чернышков), а также членам их семей. Еще порядка 16% капитала контролируется членами совета директоров и аффилированными с ними лицами.

Размещение акций на открытом рынке будет проходить в два этапа. На первом этапе (в июне 2010 г.) нынешние акционеры компании предложат заинтересованным инвесторам пакет размером до 25% уставного капитала. Затем будет объявлена дополнительная эмиссия по открытой подписке 27,45 млн. обыкновенных акций (порядка 24% увеличенного капитала). Продающие акционеры выкупят акции дополнительной эмиссии в случае, если рынок не предложит за них цену выше цены первоначальной продажи.

Рис. 8. Структура акционерного капитала ДИОДа


Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

Финансовое положение компании

По итогам 2009 г. выручка компании сократилась на 10% год к году, отчасти вследствие 23%-ого сокращения продаж готовой продукции в сегменте БАДов. Для нас это не является неожиданностью, поскольку этот сегмент является достаточно чувствительным к колебаниям потребительской активности населения. Действительно, БАДы не являются товаром первой необходимости, и в кризисный 2009 г., когда население экономило не только на товарах длительного пользования, но и на предметах личного потребления, а также продуктах питания, этот сегмент оказался под ударом. Падение выручки, а также рост себестоимости в 2009 г. привели к тому, что валовая рентабельность снизилась с 61% в 2008 г. до 53% в 2009 г.

В то же время мы отмечаем, что компания проводила оптимизацию затрат и смогла добиться существенного снижения коммерческих расходов (в 2009 г. они сократились на 28% год к году), вследствие чего показатель EBITDA продемонстрировал 17%-ый рост. По итогам 2009 г. ДИОД зафиксировал чистую прибыль в размере 374 млн. руб., что на 23% выше аналогичного показателя 2008 г. При этом чистая рентабельность выросла с 18% до 24%, что является весьма неплохим показателем для компании потребительского сектора. На наш взгляд, представленные результаты свидетельствуют о качестве менеджмента компании и ее высокой управляемости. Что касается снижения продаж БАДов, то мы полагаем, что это временное явление, связанное с неуверенностью потребителей на фоне нестабильной социально-экономической обстановки. Мы считаем, что в дальнейшем восстановление экономики и сопутствующий ему рост покупательской активности населения приведут к дальнейшему улучшению операционных и финансовых показателей ДИОДа.

Табл. 1. Финансовые показатели деятельности ДИОДа по МСФО в 2008-2009 гг., млн. руб.

Показатель	2008	2009	Изменение, год к году
Выручка	1 730	1 559	-10%
Себестоимость	-674	-726	8%
Валовая прибыль	1 056	833	-21%
<i>Рентабельность по валовой прибыли</i>	<i>61,1%</i>	<i>53,4%</i>	
EBITDA	455	534	17%
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	<i>26,3%</i>	<i>34,3%</i>	
Чистая прибыль/убыток	303	374	23%
<i>Рентабельность по чистой прибыли</i>	<i>17,5%</i>	<i>24,0%</i>	

Источник: данные компании, расчеты ИК «Финам»

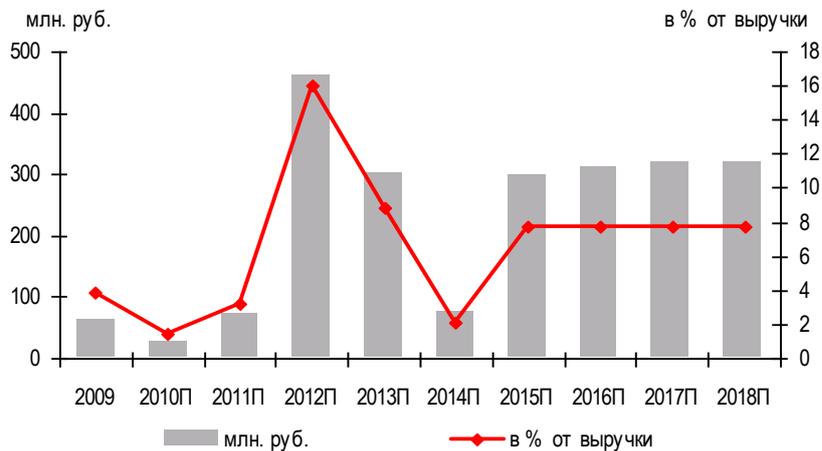
Финансовое положение ДИОДа не вызывает никаких нареканий. По состоянию на конец 2009 г. чистый долг компании составил 501 млн. руб. при денежной позиции в 39 млн. руб. Несмотря на то, что около 84% процентных заемных средств подлежит погашению в течение одного календарного года, для компании это не представляет серьезной угрозы. Показатель компании $net\ debt/EBITDA$, рассчитанный на конец 2009 г., составил 0,9 (против 1,1 в конце 2008 г.), что свидетельствует о ее хорошей финансовой устойчивости и способности должным образом обслуживать свой долг.

Очевидно, что обозначенные компанией планы достаточно амбициозны, и для их реализации потребуется немало ресурсов, в т.ч. денежных средств. Менеджментом компании была разработана инвестиционная программа на период с 2010 г. по 2014 г., общий размер которой составляет 2,6 млрд. руб. Из этих средств порядка 20% будет направлено на оптимизацию структуры бизнеса, 46% - на укрепление рыночных позиций компании, а оставшиеся 35% (900 млн. руб.) - инвестировано во внеоборотные активы, являющиеся залогом успешного развития компании в долгосрочной перспективе. Необходимые средства компания планирует привлечь от размещения акций (46%) и долговых ценных бумаг (15%). Оставшиеся средства поступят в виде долгосрочных займов и кредитов. Динамика величины капитальных вложений определяется производственными планами компании (ДИОД планирует расходовать средства на строительство завода в Московской области,

модернизацию существующих производственных мощностей, а также финансирование научно-исследовательских разработок). В 2010-2011 гг. компания не планирует реализацию крупных инвестиционных проектов. В этот период общий объем капиталовложений составит порядка 95 млн. руб., зато уже в 2012 г. затраты возрастут до 460 млн. руб. (16% от выручки). Что касается более отдаленной перспективы, то мы полагаем, что компания будет инвестировать в среднем чуть менее 8% от выручки (300-320 млн. руб.) для финансирования новых и уже имеющихся инвестиционных проектов.

Рис. 9. Прогноз капиталовложений ДИОДа на 2010-2018 гг.

На период с 2010 г. по 2014 г. менеджментом компании запланированы капитальные вложения в размере около 900 млн. руб.



Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

SWOT-анализ

Сильные стороны	Слабые стороны
<ul style="list-style-type: none"> • Диверсификация бизнеса. Компания ведет свою деятельность сразу в нескольких сегментах фармацевтического рынка, что позволяет ей оптимизировать риски и находить новые точки роста. • Вертикальная интеграция. ДИОД – вертикально интегрированная структура, которая включает в себя производство сырья и готовой продукции, а также хорошо развитую сбытовую сеть. Такая организация бизнеса обеспечивает ДИОДу экономию на издержках и расширяет круг потенциальных покупателей. • Грамотная стратегия развития. На наш взгляд, неоспоримым преимуществом компании является высокое качество менеджмента. Понимая необходимость снижения зависимости от продаж БАДов, руководство компании разработало стратегию развития в среднесрочной перспективе, акцент в которой сделан на наиболее перспективные сегменты фармацевтического рынка – лекарственных средств и биологически активных субстанций. • Доминирующее положение в сегменте субстанций. Существенным плюсом ДИОДа является то, что компания занимает доминирующее положение в сегменте субстанций, фактически являясь одним из крупнейших производителей ДКВ, используемого в производстве ряда препаратов. Более того, существуют все предпосылки к тому, что в перспективе позиции компании в этом сегменте еще более укрепятся. 	<ul style="list-style-type: none"> • Сильная зависимость от сегмента БАДов. Мы полагаем, что в долгосрочном плане ставка на этот сегмент необоснованна, по крайней мере, по той причине, что из всех других он наиболее чувствителен к колебаниям потребительской активности и сильно зависит от расходов на рекламу. • Чрезмерная ориентация на внутренний рынок. Практически вся продукция ДИОДа ориентирована на внутренний рынок, не принимая в расчет узкий ряд сопредельных государств, что ограничивает возможности роста.
Возможности	Угрозы
<ul style="list-style-type: none"> • Сильная фрагментация рынка открывает возможности в сфере М&А. Мы отмечали, что доля рынка в 6% обеспечивает ДИОДу второе место в сегменте БАДов. На наш взгляд, это свидетельствует о сильной фрагментации рынка. В таких условиях перед компанией открываются неплохие возможности роста и увеличения рыночной доли за счет консолидации активов более мелких игроков, что, несмотря на перенос акцента из этого сектора, не исключается самим менеджментом ДИОДа. • Ограничение присутствия иностранных препаратов на внутреннем рынке. Дополнительные возможности для ДИОДа открываются с учетом планов правительства по ограничению присутствия иностранных лекарственных препаратов на внутреннем рынке. На наш взгляд, выгоду от этого получают все российские производители фармацевтики, в т.ч. и ДИОД. 	<ul style="list-style-type: none"> • Возможно изменение законодательства. Как отмечалось, мы не исключаем возможность изменения законодательства (в частности, закона о рекламе), которое может привести к тому, что продажи БАДов резко сократятся и повлекут за собой ухудшение операционных и финансовых показателей. • Рост конкуренции в отрасли. Другая потенциальная опасность для ДИОДа заключается в том, что конкуренция в отрасли может усилиться в случае появления на рынке препаратов, аналогичных тем, которые выпускает ДИОД.

Прогноз финансовых показателей ДИОДа

Исходя из наших прогнозов по рынку фармацевтики, озвученных компанией планов, а также финансово-операционных показателей ее деятельности в 2009 г., мы полагаем, что в текущем году рост рублевой выручки может составить 8% год к году. Мы считаем, что основным фактором роста выручки будут продажи лекарственных средств (+47% год к году), которые достигнут 174 млн. руб. Что касается более отдаленной перспективы, то мы полагаем, что средний темп роста выручки в 2010-2018 гг. составит порядка 12%. В 2010 г. мы ожидаем снижения чистой рентабельности до 12,5% вследствие резкого роста расходов на НИОКР (с 17 млн. руб. в 2009 г. до 110 млн. руб. в 2010 г.), однако впоследствии будет наблюдаться рост этого показателя. В связи с переносом акцента из сегмента БАДов (что позволит компании сэкономить на расходах на рекламу) и с учетом положительного эффекта от программы по управлению долгом, мы полагаем, что в долгосрочной перспективе чистая рентабельность бизнеса ДИОДа не опустится ниже 19%. При прогнозировании издержек производства мы исходим из того, что основные статьи затрат ДИОДа, такие как расходы на закупку сырья и прочие материальные расходы, а также расходы на рекламу, будут находиться в прямой зависимости от объема выпуска готовой продукции. Амортизационные отчисления мы привязываем к стоимости основных средств и нематериальных активов, а затраты на персонал будут определяться динамикой средней заработной платы и среднесписочной численностью работающих на предприятии. Мы полагаем, что компания будет увеличивать свой штат в среднем на 3% в год при одновременном 10%-ом росте заработной платы. Ниже представлен наш прогноз финансовых показателей компании на 2010-2018 гг.

Табл. 2. Прогноз отчета о прибылях и убытках ДИОДа, млн. руб.

Статья	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Выручка	1 559	1 681	2 155	2 864	3 390	3 638	3 871	4 040	4 136	4 151
Материальные расходы	-430	-464	-595	-791	-936	-1 005	-1 069	-1 116	-1 142	-1 146
Оплата труда	-98	-120	-139	-158	-178	-198	-220	-244	-269	-296
ЕСН	-21	-26	-30	-34	-38	-43	-47	-52	-58	-64
Амортизация ОС и НМ	-33	-61	-57	-60	-73	-82	-82	-90	-97	-105
Ремонт и обслуживание ОС	-0,5	-0,3	-0,4	-0,4	-0,8	-1,0	-1,1	-1,3	-1,5	-1,7
Покупная стоимость товаров	-119	-128	-165	-219	-259	-278	-296	-309	-316	-317
Услуги сторонних организаций	-19	-21	-27	-35	-42	-45	-48	-50	-51	-51
Прочие расходы	-4,3	-4,6	-5,9	-7,9	-9,3	-10,0	-10,6	-11,1	-11,3	-11,4
Себестоимость	-726	-825	-1 018	-1 305	-1 536	-1 661	-1 773	-1 872	-1 945	-1 992
Валовая прибыль	833	856	1 137	1 558	1 854	1 976	2 097	2 168	2 190	2 159
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>53,4%</i>	<i>50,9%</i>	<i>52,8%</i>	<i>54,4%</i>	<i>54,7%</i>	<i>54,3%</i>	<i>54,2%</i>	<i>53,7%</i>	<i>53,0%</i>	<i>52,0%</i>
Амортизация	-4,9	-3,0	-4,1	-3,9	-8,0	-9,8	-10,2	-12,1	-14,1	-16,1
Расходы на оплату труда	-48	-59	-68	-77	-87	-97	-108	-119	-132	-145
Налоги и сборы	-8,4	-9,2	-8,8	-9,0	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9	-8,9
Материальные расходы	0,0	-16,7	-6,0	-7,6	-10,1	-7,9	-8,5	-8,8	-8,4	-8,6
Расходы на рекламу	-264	-325	-304	-419	-537	-647	-688	-736	-766	-785
Роялти	-4,1	-3,9	-3,7	-3,9	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8	-3,8
Услуги	-35,1	-25,2	-30,2	-27,7	-28,9	-28,3	-28,6	-28,5	-28,6	-28,5
Прочие расходы	-4,0	-6,9	-5,2	-5,4	-5,8	-5,5	-5,5	-5,6	-5,5	-5,6
Коммерческие расходы	-369	-448	-429	-554	-689	-809	-862	-923	-967	-1 002
Общие и административные расходы	-160	-182	-215	-256	-298	-327	-354	-383	-411	-438
Расходы на научные исследования	-17	-110	-105	-80						
Прочие операционные доходы	236	255	313	400	455	469	480	480	470	449
Операционная прибыль	523	370	701	1 068	1 242	1 230	1 281	1 262	1 202	1 088
<i>Операционная рентабельность</i>	<i>33,6%</i>	<i>22,0%</i>	<i>32,5%</i>	<i>37,3%</i>	<i>36,6%</i>	<i>33,8%</i>	<i>33,1%</i>	<i>31,2%</i>	<i>29,1%</i>	<i>26,2%</i>
Финансовые расходы	-114	-108	-122	-59	-45	-83	-95	-95	-107	-118
Прибыль до уплаты налога на прибыль	410	262	579	1 009	1 197	1 147	1 186	1 167	1 095	971
Расходы по налогу на прибыль	-46	-52	-116	-202	-239	-229	-237	-233	-219	-194
Нераспределенная прибыль за год	364	210	464	807	958	917	949	934	876	777
В т.ч. неконтрольные доли участия	-9,9	-0,9	-4,8	-11,3	-9,2	-10,4	-11,0	-10,1	-9,9	-8,7
Прибыль акционеров	374	210	468	818	967	928	960	944	885	785
<i>Рентабельность по чистой прибыли</i>	<i>24,0%</i>	<i>12,5%</i>	<i>21,7%</i>	<i>28,6%</i>	<i>28,5%</i>	<i>25,5%</i>	<i>24,8%</i>	<i>23,4%</i>	<i>21,4%</i>	<i>18,9%</i>
ЕВITDA	534	380	712	1 079	1 265	1 258	1 310	1 296	1 242	1 134
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	<i>34,3%</i>	<i>22,6%</i>	<i>33,0%</i>	<i>37,7%</i>	<i>37,3%</i>	<i>34,6%</i>	<i>33,8%</i>	<i>32,1%</i>	<i>30,0%</i>	<i>27,3%</i>

Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

Табл. 3. Прогноз баланса ДИОДа, млн. руб.

Статья	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Основные средства	443	433	477	911	1 167	1 183	1 417	1 651	1 880	2 098
Инвестиционная недвижимость	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Гудвилл	268	268	268	268	268	268	268	268	268	268
Нематериальные активы	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100	1 100
Долгосрочная дебиторская задолженность	0	15	18	16	26	26	27	29	29	29
Прочие финансовые активы	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Отложенные налоговые активы	46	29	65	113	134	128	133	130	122	108
Внеоборотные активы	1 860	1 848	1 931	2 411	2 697	2 709	2 947	3 181	3 403	3 606
Запасы	639	626	843	1 093	1 310	1 397	1 491	1 554	1 592	1 597
Дебиторская задолженность	548	535	722	935	1 121	1 195	1 276	1 330	1 362	1 367
Займы выданные	16	18	17	18	17	17	17	17	17	17
Денежные средства и их эквиваленты	38	35	49	62	75	80	85	89	91	91
Текущие активы	1 241	1 214	1 630	2 107	2 523	2 689	2 869	2 989	3 062	3 072
АКТИВЫ	3 101	3 062	3 561	4 518	5 220	5 398	5 816	6 171	6 465	6 679
Акционерный капитал	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Резерв переоценки	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285
Изменение контрольной доли	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5	-5,5
Нераспределенная прибыль	1 429	1 396	1 865	2 406	2 524	2 455	2 812	3 042	3 284	3 511
Итого собственный капитал акционеров материнской компании	1 709	1 677	2 145	2 686	2 804	2 735	3 092	3 322	3 564	3 791
Неконтрольные доли участия	296	296	296	296	296	296	296	296	296	296
КАПИТАЛ	2 005	1 972	2 441	2 982	3 100	3 031	3 388	3 618	3 860	4 087
Долгосрочные займы и обязательства	87	109	59	52	111	153	152	172	189	203
Отложенные налоговые обязательства	281	180	398	693	822	787	815	802	752	667
Долгосрочная кредиторская задолженность	11,0	4,0	6,8	12,0	10,9	12,8	14,1	14,0	14,6	14,7
Долгосрочные обязательства	379	293	464	757	944	953	981	988	955	885
Основная кредиторская задолженность	84	67	105	136	154	172	181	187	193	193
Задолженность по налогам и сборам	62	51	102	175	217	203	210	208	194	173
Краткосрочные кредиты и займы	453	569	311	272	582	799	797	901	987	1 064
Прочая кредиторская задолженность	74	78	86	128	148	155	169	175	179	180
Резервы предстоящих расходов	45	32	52	68	76	85	90	93	96	96
Отложенные доходы	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Текущие обязательства	717	797	656	780	1 176	1 414	1 447	1 565	1 650	1 707
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	1 096	1 089	1 120	1 536	2 121	2 367	2 428	2 553	2 605	2 591
КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	3 101	3 062	3 561	4 518	5 220	5 398	5 816	6 171	6 465	6 679

Источник: данные компании, расчеты ИК «ФИНАМ»

Оценка справедливой стоимости ДИОДа

Мы провели оценку ОАО «ДИОД» методом дисконтированных денежных потоков. Стоимость объектов недвижимости, принадлежащих компании (строения на 72 сотках земли в центре Москвы в районе станции метро «Павелецкая» с правом аренды до 2053 г., а также 5,8 га. в Подольске), мы оценивали отдельно, ориентируясь на экспертные оценки, и полагаем, что она может составлять не менее 400 млн. руб.

Табл. 4. Прогноз инфляции

Показатель	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
CPI, %	8,8%	8,1%	8,7%	7,6%	6,5%	6,0%	5,5%	5,3%	5,1%	5,0%

Источник: расчеты ИК «ФИНАМ»

В 2009 г. чистый денежный поток на компанию составил 349 млн. руб. Мы полагаем, что в 2010 г. он составит 336 млн. руб., а к концу прогнозного периода (в 2018 г.) достигнет 700 млн. руб. Средний темп его роста в 2010-2018 гг. будет находиться, таким образом, в районе 10%.

Табл. 5. Прогноз свободного денежного потока ДИОДа, млн. руб.

Показатель	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
ЕБИТ * (1 - Эффект. налог. ставка)	465	296	561	854	994	984	1 025	1 010	961	871
Амортизация	44	71	67	71	95	110	111	124	137	150
Капитальные затраты	-61	-25	-70	-460	-300	-75	-298	-311	-318	-320
Инвестиции в обор. капитал	99	13	285	302	315	140	140	102	72	30
FCFF	349	329	273	164	474	878	698	720	708	671

Источник: оценки ИК «ФИНАМ»

Согласно нашим расчетам, в 2009 г. стоимость собственного капитала компании составила 24,4%, что отражает уровень рисков инвестирования в акции компании. В дальнейшем снижение безрисковой ставки и премии за риск инвестирования в бумаги российских эмитентов приведут к постепенному удешевлению стоимости собственного капитала. Мы полагаем, что к 2018 г. она сократится до 17,7%. В отношении стоимости заемных средств мы считаем, что к концу прогнозного периода она опустится с текущих 22% до 10%, что в целом соответствует прогнозной стоимости кредитов для средних по величине предприятий. Таким образом, рассчитанная нами средневзвешенная стоимость капитала будет стремиться в долгосрочной перспективе к 15,3%.

Табл. 6. Расчет ставки дисконтирования

Показатель	2009	2010П	2011П	2012П	2013П	2014П	2015П	2016П	2017П	2018П
Стоимость собственного капитала	24,4%	18,1%	16,9%	16,7%	17,3%	17,8%	17,6%	17,7%	17,7%	17,7%
Стоимость привлечения заемных средств	22,0%	20,0%	18,0%	16,0%	14,0%	12,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Доля заемных средств	24%	29%	15%	11%	20%	26%	23%	24%	25%	25%
WACC	23,2%	17,5%	16,6%	16,3%	16,1%	15,7%	15,4%	15,3%	15,3%	15,3%

Источник: оценки ИК «ФИНАМ»

При расчете справедливой стоимости компании в терминальном периоде мы исходим из того, что чистый денежный поток в конце прогнозного периода составит 700 млн. руб., а дальнейшие темпы его роста зафиксируются на уровне 3%. При заданных условиях более 55% чистой приведенной стоимости формируется за счет терминальной стоимости. Согласно нашим подсчетам, справедливая стоимость собственного капитала ДИОДа по состоянию на середину 2010 г. составляет 3,4 млрд. руб.

Табл. 7. Оценка справедливой стоимости акционерного капитала ДИОДа методом DCF

Показатель	Расчёт на середину 2010 г.
WACC	17,5%-15,3%
Темпы роста в постпрогнозном периоде	3,00%
Остаточная стоимость, млн. руб.	5 451
Приведенная остаточная стоимость, млн. руб.	1 801
Приведенная стоимость денежного потока в прогн. периоде, млн. руб.	2 169
Приведенная стоимость совокупного денежного потока, млн. руб.	3 970
Чистый долг, млн. руб.	572
Стоимость акционерного капитала, млн. руб.	3 397

Источник: оценки ИК «ФИНАМ»

Справедливая стоимость акционерного капитала ДИОДа – 3 397 млн. руб. По результатам проведенной нами оценки справедливая стоимость акционерного капитала ДИОДа составила 3 397 млн. руб., что соответствует оценке одной акции в 37,13 руб.

Определение предполагаемого диапазона цен размещения акций

Для определения диапазона цен размещения акций ДИОДа мы использовали модель анализа чувствительности справедливой стоимости собственного капитала компании к ставке дисконтирования и темпу роста в постпрогнозном периоде, которые изменялись дискретно, с шагом в 0,5% и 0,25% соответственно.

Анализ чувствительности справедливой стоимости собственного капитала ОАО «ДИОД»					
Темп роста в постпрогнозном периоде	Ставка дисконтирования				
	16,5%-14,3%	17,0%-14,8%	17,5%-15,3%	18,0%-15,8%	18,5%-16,3%
2,50%	3 679	3 496	3 327	3 171	3 027
2,75%	3 722	3 534	3 362	3 202	3 054
3,00%	3 767	3 575	3 397	3 234	3 083
3,25%	3 815	3 617	3 435	3 268	3 113
3,50%	3 864	3 660	3 474	3 302	3 144

Предполагаемый диапазон размещения – 33,08-42,23 руб. за акцию. Анализ чувствительности показал, что минимальное значение справедливой стоимости собственного капитала ДИОДа составляет 3 027 млн. руб., а максимальное значение – 3 864 млн. руб., что соответствует диапазону 33,08-42,23 руб. за акцию.

**Подать заявку на покупку акций (клиенты ФИНАМ)
Трейдера по телефону +7(495) 796-93-88, доб. 2358**

Копию письменного поручения на покупку акций можно отправить:

по e-mail ipodioid@finam.ru,

факсу +7 (495) 604-81-07 (с пометкой "IPO ДИОД"),

а также передать в офис ЗАО "ФИНАМ" или регионального представителя компании

**Подробнее о способах подачи заявки на покупку акций:
www.finam.ru / Инвестиции / Участие в IPO через ФИНАМ /
IPO ОАО «ДИОД»**

Справочно-консультационный центр

+7(495) 796-90-26,

+7(800) 200-44-00 (бесплатно по России)

Департамент «Инвестиционный»

Серебренников Дмитрий

Руководитель департамента

+7(495) 604-84-34

Aq@finam.ru

Курасов Алексей

Руководитель отдела рынков капитала

+7(495) 604-84-03

Ecm@finam.ru

Менькова Татьяна

Отдел рынков капитала

+7(495) 796-93-88, доб. 2771

Ecm@finam.ru

Клягин Максим

Аналитик

+7(495) 796-93-88, доб. 2354

Klyagin@finam.ru

Служба по связям с общественностью и СМИ

Лебедев Александр

+7(495) 796-93-88, доб. 2352

Lebedev_a@finam.ru

Настоящий материал и содержащиеся в нем сведения предназначены для клиентов ЗАО «ФИНАМ», носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги/другие финансовые инструменты, либо осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Представленная информация подготовлена на основе источников, которые, по мнению авторов данного аналитического обзора, являются надежными, но при этом отражает исключительно мнение авторов относительно анализируемых объектов. Несмотря на то, что настоящий обзор был составлен с максимально возможной тщательностью, ни его авторы, ни ЗАО «ФИНАМ» не заявляют и не гарантируют ни прямо, ни косвенно его точность и полноту. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, являются суждением на момент публикации настоящего аналитического обзора и могут быть изменены без предупреждения. Ни ЗАО «ФИНАМ», ни его сотрудники не несут ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате использования настоящего материала либо в какой-либо другой связи с ним. Копирование, воспроизводство и/или распространение настоящего материала, частично или полностью, без письменного разрешения ЗАО «ФИНАМ» категорически запрещено.