



# МЕНЕДЖМЕНТ

14.03.06. Фармакология,  
клиническая фармакология

14.04.03. Организация  
фармацевтического дела



doi: 10.21518/1561-5936-2020-10-43-52

## Сравнительная характеристика бизнес-моделей лидеров фармацевтического производства: финансовый анализ

Л.Е. Ясинская, e-mail: kle18@mail.ru

Санкт-Петербургский государственный химико-фармацевтический университет, Санкт-Петербург, Россия

**Введение.** Ранее был проведен сравнительный анализ коммерческой и инвестиционной деятельности компаний, являющихся основными участниками инвестиционных процессов в российской фармацевтической отрасли и действующих в рамках четырех основных бизнес-моделей (биотехнологические, дженериковые, специализированные фармацевтические компании, производители активных фармацевтических субстанций). Полноценная оценка деятельности компаний в целях выявления рисков инвестиционной деятельности невозможна без финансового анализа их деятельности.

**Цель исследования.** Детальный сравнительный анализ финансового положения отечественных фармацевтических производителей, осуществляющих свою деятельность в рамках выделенных бизнес-моделей, для дальнейшего выявления потенциальных финансовых рисков для инвесторов.

**Методика исследования и структура статьи.** Анализ отчетности РСБУ (формы 1 и 2) за период с 2015 по 2019 г. 72 компаний с объемом продаж более 500 млн рублей, сгруппированных по принадлежности к выделенным бизнес-моделям.

**Результаты.** Получена развернутая характеристика и выявлены особенности финансовой деятельности отечественных фармацевтических компаний в рамках анализируемых бизнес-моделей. Компании различных бизнес-моделей имеют положительную динамику выручки за последние 5 лет. Все бизнес-модели демонстрируют стабильно высокую рентабельность бизнеса и значительную долю собственного капитала в структуре активов.

**Заключение.** Результаты исследования свидетельствуют о стабильном финансовом положении фармацевтических компаний различных бизнес-моделей. Наиболее качественное финансовое положение у компаний биотехнологического сектора, являющихся наиболее привлекательными для инвестиций. Специализированные и дженериковые компании демонстрируют схожие стабильно высокие показатели. Производители АФС – компании с относительно небольшой выручкой активно развиваются и являются привлекательными для инвесторов с ограниченным бюджетом.

**Ключевые слова:** фармацевтические производители, бизнес-модель, финансовый анализ, оценка эффективности, рентабельность, собственный и заемный капитал, долговая нагрузка, дебиторская и кредиторская задолженность

## Comparative analysis of business models of top pharmaceutical manufacturing companies: financial analysis

L.E. Yasinskaya, e-mail: kle18@mail.ru

St Petersburg State Chemical Pharmaceutical University, St Petersburg, Russia

**Introduction.** Earlier, the comparative analysis of the commercial and investment activities of the companies that play the key roles in the investment processes in the Russian pharmaceutical industry and operate within the four main business models (biotechnological, generic, specialized pharmaceutical companies, active pharmaceutical ingredient (API) manufacturers) has been conducted. No full assessment of the companies' activities is conceivable without a financial analysis of their activities to identify the risks of investment activities.

**Objective of the study.** A detailed comparative analysis of the financial standing of domestic pharmaceutical manufacturers operating within the selected business models for further identification of potential financial risks for investors.

**Research procedure and article structure.** Analysis of RAS statements (forms 1 and 2) of 72 over 500 million revenue companies grouped together as selected business models for the period from 2015 to 2019.

**Results.** The researchers provided a detailed description of the commercial activities of domestic pharmaceutical companies within the business models under consideration. The companies within various business models showed positive revenue growth rates over the past five years. All business models demonstrate consistently high business profitability and a significant share of own capital in the asset profile.

**Conclusion.** The results of the study show the stable financial standing of the pharmaceutical companies within various business models. The biotechnology sector companies that are the most attractive for investments have the highest quality financial standing. The specialized and generic companies show similar consistently strong performance. API manufacturers that the companies with relatively small revenues are actively developing and are attractive to restrained budget investors.

**Keywords:** pharmaceutical manufacturers, business model, financial analysis, performance evaluation, profitability, equity and debt capital, debt burden, receivables and payables

### ВВЕДЕНИЕ

Настоящая статья является продолжением серии статей, посвященных сравнительному анализу типичных бизнес-моделей отечественных фармацевтических компаний, являющихся основными участниками инвестиционных процессов на российском фармацевтическом рынке (биотехнологические, дженериковые, специализированные производители активных фармацевтических субстанций (АФС)). Ранее нами были рассмотрены коммерческие и инвестиционные аспекты деятельности компаний [1–3].

**Целью** данной статьи является детальный сравнительный анализ финансового состояния фармацевтических производителей, работающих в рамках одной бизнес-модели в 2019 г., по сравнению с показателями пятилетней давности. Анализ проведен с позиции оценки потенциальных рисков инвестирования в развитие компаний.

**Методика исследования** построена на анализе отчетности 72 крупнейших отечественных фармацевтических производителей с кодом основного вида деятельности (ОКВЭД) 21 «Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях». Основным

источником сведений о компаниях являлась база данных «СПАРК-Интерфакс». Первоначальный критерий для выборки был определен как *Выручка от продаж* на уровне более 500 млн рублей по итогам отчетности РСБУ за 2019 г. Из выборки были исключены компании, которые, несмотря на код основной деятельности, относятся к торговым фармацевтическим компаниям. В отношении компаний, входящих в периметр крупных фармацевтических холдингов, учитывались экспертные оценки автора (на основе данных БД «СПАРК-Интерфакс» невозможно сделать консолидированный баланс группы компаний или холдинга). Необходимо отметить, что цифровой анализ не исключает погрешности в абсолютных значениях, но при этом они не являются значительными.

Далее был проведен подробный анализ каждой компании для определения, к какой бизнес-модели она относится. В результате выделено 9 биотехнологических компаний, 33 дженериковых, 17 специализированных компаний и 13 производителей АФС. Наиболее большая и репрезентативная группа представлена дженериковыми компаниями, наименее представительная –

биотехнологическими. Это обусловлено особенностями современной структуры и этапа эволюционного развития отечественной фармацевтической промышленности.

Финансовый анализ проведен на основе форм 1 и 2 отчетности по РСБУ в 2015 и 2019 гг. Использовались усредненные показатели для компаний, относящихся к одной бизнес-модели.

В качестве дополнительной характеристики бизнес-моделей в статье также приводится численность персонала компаний. Данные о численности сотрудников, также полученные из БД «СПАРК-Интерфакс» (были доступны данные за 2018 и 2019 гг.), наряду с объемом выручки и величиной налоговых доходов, являются основными показателями масштаба бизнеса и используются для определения, к какому сегменту относится хозяйствующий субъект – малому, среднему или крупному бизнесу.

### КАДРОВЫЙ РЕСУРС

Средняя численность персонала компаний различных бизнес-моделей представлена на рис.

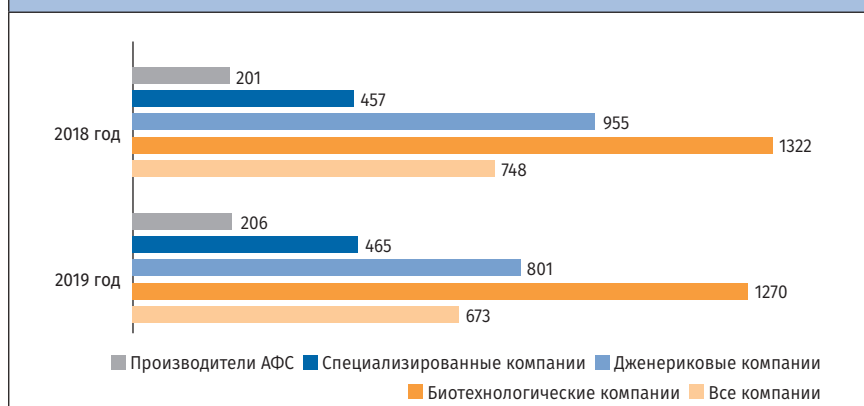
Наибольшее число сотрудников задействовано в **биотехнологических компаниях**. Это объясняется тем, что такие компании,

как наиболее концентрирующиеся на исследованиях и разработках, содержат значительный штат научных сотрудников. При этом производство таких компаний – наиболее технологичное и минимально использует низкоквалифицированный труд. В 2019 г. по сравнению с предыдущим годом численность персонала сократилась. Это обусловлено тем, что компании биотехнологического сектора переживают некоторую трансформацию: персонал, привлеченный и задействованный в НИОКР в рамках реализации программы «Фарма 2020», в настоящее время частично сокращается в связи с завершением основных проектов по разработке и трансферу технологий.

**Дженериковые компании** также имеют значительную численность персонала, но это обусловлено тем, что продажи дженериковых препаратов реализуются прежде всего на коммерческом рынке. Для успешной маркетинговой программы дженериковые производители содержат значительный штат в команде продвижения своей продукции. Производство таких компаний является высокотехнологичным, однако по-прежнему неквалифицированный труд востребован на этапах сортировки/фасовки/транспортировки. Отрицательная динамика числа работников связана с развитием технологий производства и хранения продукции.

**Специализированные компании** активно работают на госпитальном рынке и/или с ограниченным продуктовым портфелем, что позволяет им оптимизировать службу продвижения. Организация производства таких компаний аналогична производству дженериковых компаний. Производственные мощности **производителей АФС** находятся в настоящий момент в стадии активного развития. Часто компании работают на модернизируемых мощностях, обслуживание которых требует значительного штата рабочего персонала. По причине относительно небольшого

**РИСУНОК.** Динамика среднего показателя численности персонала компаний различных бизнес-моделей за 2018–2019 гг.



объема производства численность персонала этих компаний невелика в сравнении с другими фармацевтическими производителями. Однако в других отраслях промышленности (пищевой, химической и пр.) такой штат имеют компании со значительно более высокой выручкой.

Далее приводится краткий анализ финансового положения компаний отрасли в разрезе бизнес-моделей, который основан на усредненных показателях компаний, относящихся к одной и той же бизнес-модели.

### ОЦЕНКА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ БИОТЕХНОЛОГИЧЕСКИХ КОМПАНИЙ

Компании биотехнологического сектора являются самыми крупными по объему бизнеса, средний показатель *выручки от продаж без учета НДС* более чем в два раза превышает средний показатель по всем производственным фармацевтическим компаниям, попавшим в выборку, и составляет более 9,3 млрд руб. по итогам 2019 г. Биотехнологические компании демонстрируют выдающийся темп роста: более чем в три раза по сравнению с 2015 г. (табл. 1).

Такая динамика обусловлена тем, что данное направление фармацевтического производства активно развивается, является одним из важнейших в программе

импортозамещения. Кроме того, мощным импульсом развития отрасли стали как социальные вызовы, так и патентный обвал целого ряда принципиально новых препаратов биологического происхождения мировых производителей для лечения тяжелых социально значимых заболеваний.

Эффективность компаний можно оценить по показателю *рентабельности по EBITDA* – это показатель операционной рентабельности, который отражает наиболее точно операционный доход от деятельности компании. Здесь и далее его расчет производился на основе упрощенной формулы: *показатель прибыль от продаж* был увеличен на сумму, составляющую 10% от показателя *основные средства* в предыдущем периоде (средний объем амортизации, относимый на себестоимость).

Операционная рентабельность биотехнологических компаний является высокой (более 40%) и демонстрирует положительную динамику в течение всех последних 5 лет. Такая тенденция обусловлена тем, что биотехнологические компании производят ЛП с высокой добавленной стоимостью.

Еще один показатель эффективности – *рентабельность по чистой прибыли* также соответствует высокому уровню (25% по итогам 2019 г.) (табл. 1). В абсолютных значениях

ТАБЛИЦА 1. Усредненные финансовые показатели биотехнологических компаний, млн руб.

БАЛАНС							
	2015	2019	Δ 2019/2015		2015	2019	Δ 2019/2015
Нематериальные активы	236	643	172%	Собственный капитал	3 213	7 043	119%
Основные средства	1 687	3 143	86%	Займы, вклч.:	1 695	1 953	15%
Прочие внеоборотные активы	155	196	26%	Займы (долгосрочные)	1 304	1 488	14%
Запасы	1 405	2 577	83%	Займы (краткосрочные)	391	465	19%
Дебиторская задолженность	821	2 950	259%	Кредиторская задолженность	1 069	2 982	179%
Денежные средства	911	1 444	59%				
<b>АКТИВ</b>	<b>6 267</b>	<b>12 534</b>		<b>ПАССИВ</b>	<b>6 267</b>	<b>12 534</b>	
ОПиУ				Расчетные показатели			
	2015	2019	Δ 2019/2015		2015	2019	Δ 2019/2015
Выручка	2 887	9 361	224%	Рентабельность по EBITDA %	41%	48%	17%
Себестоимость	944	3 312	251%	Рентабельность по ЧП %	22%	25%	13%
EBITDA	1 173	4 462	281%	Чистый Финансовый Долг/EBITDA	0,7	0,1	
Чистая прибыль	635	2 323	266%	Доля собственного капитала %	51%	56%	10%
				Доля основных средств %	27%	25%	-7%
				Доля заемных средств %	27%	16%	-42%

средний показатель чистой прибыли составляет более 2,3 млрд руб. за 2019 г., при этом за пятилетний период, как и по показателю выручка от продаж, наблюдался почти четырехкратный рост. Значительные суммы чистой прибыли позволяют судить о том, что компании биотехнологического сектора могут финансировать свои инвестиционные программы самостоятельно или с привлечением минимального объема стороннего финансирования.

Оценивая структуру активов биотехнологических компаний, необходимо отметить, что по сравнению с компаниями других анализируемых бизнес-моделей они качественно отличаются прежде всего значительным объемом нематериальных активов (ввиду наукоемкой деятельности). Кроме того, часть нематериальных активов сосредоточивается в статье прочие внеоборотные активы по причине того, что в стандартах отчетности РСБУ, в отличие от МСФО, не так четко определен порядок учета интеллектуальных прав, являющихся ресурсной базой фармацевтических

производственных компаний [2]. Основные средства занимают традиционно большую часть внеоборотных активов, их двукратное наращивание за пятилетний срок связано с расширением производственных мощностей и лабораторно-исследовательских центров биофармацевтических компаний, свидетельствует о значительных инвестициях в материальные активы.

Оборотные активы биофармацевтических компаний характеризуются значительной дебиторской задолженностью, которая формируется исходя из того, что реализация продукции биофармацевтических компаний часто осуществляется через дистрибьюторов, являющихся крупнейшими игроками на рынке государственных закупок и работающих со значительной отсрочкой платежа – до 180 дней. Другой особенностью является то, что закупка оборудования для производственных и лабораторных помещений подразумевает авансирование в адрес поставщиков оборудования. Значительный рост дебиторской задолженности коррелируется с ростом

объема бизнеса компаний анализируемой бизнес-модели и реализацией инвестиционных программ.

Значительный объем запасов на балансе биофармацевтических компаний обусловлен спецификой сбытовой цепочки: государственные заказы предполагают наработку достаточного количества промышленных партий продукции. Кроме того, биотехнологические компании – компании полного цикла производства, таким образом, часть запасов – это наработанные АФС для целей производства ГЛС. Динамика абсолютных показателей коррелируется с динамикой роста бизнеса.

Наукоемкие компании, к которым относятся биотехнологические компании, характеризуются как cash rich. Это подтверждается значительными остатками денежных средств на счетах компаний. Денежные средства – это статья финансирования текущих инвестиционных затрат. Последние 5 лет ввиду активной инвестиционной деятельности многие компании, прежде биофармацевтического сектора, отказываются

от выплат дивидендов, ибо инвестиционные программы таких компаний часто не ограничиваются запуском нового производства и легко прогнозируемыми вложениями исключительно в материальные активы. Новый и ставший в последние два года основным вектор инвестиций сместился в пользу вложений в НИОКР. Эти инвестиционные затраты являются наименее прогнозируемыми с точки зрения окупаемости и результативного бюджетирования.

Безусловно, источником финансирования инвестиций компаний является капитал: собственный и заемный. Биофармацевтические компании отличаются значительной финансовой автономностью, доля *собственного капитала* составляет более 50% в структуре баланса. При этом последние 5 лет демонстрируют прирост доли *собственного капитала*, обеспечиваемый наращиванием объемов бизнеса с одновременным увеличением рентабельности по чистой прибыли. Необходимо отметить, что в большинстве своем *собственный капитал* формируется *нераспределенной прибылью*. Важно понимать, что эта статья наиболее просто может быть распределена между акционерами/участниками бизнеса в отличие от, например, *добавочного капитала*, за счет которого уменьшение *собственного капитала* более проблематично в российском правовом поле.

*Заемный капитал* в основном отражает привлекаемые кредиты и займы. Основными кредиторами при этом являются банки. Необходимо отметить значительную долю и увеличение объемов долгосрочного финансирования в структуре *заемного капитала*, что обусловлено необходимостью финансирования инвестиционных программ. Возникает справедливый вопрос, для чего компания, имея значительную ликвидность на счетах, привлекает заимствования, «утяжеляя» баланс. Такой подход часто оправдан по целому ряду причин, основные из которых:

- распределение рисков между компанией и инвестором;
- оптимизация стоимости инвестируемого капитала: дешевизна *заемного капитала* возможна при использовании льготного финансирования в соответствии с государственными программами льготного финансирования, использовании программ субсидирования процентных выплат по целевым займам, лизингу [4];
- оптимизация сроков реализации проекта и, как следствие, более быстрая капитализация бизнеса.

На долю *заемного капитала* в структуре баланса приходится четверть – это оптимальная зависимость, при этом доля займов за последние 5 лет снизилась значительно с 27% до 16% от стоимости всех активов. Еще одним важным показателем оценки компаний является уровень *долговой нагрузки* – соотношение *чистого финансового долга* к EBITDA. Для компаний биотехнологического сектора *долговая нагрузка* крайне незначительная или отсутствует, кроме того, за последние 5 лет она значительно сократилась.

*Кредиторская задолженность* сформирована за счет значительных сумм будущих платежей в расчетах с поставщиками, в основном оборудования и технологий.

Таким образом, ретроспективный анализ демонстрирует хорошее финансовое состояние биотехнологических компаний, характеризующееся значительным темпом роста бизнеса, высокими уровнями операционной и чистой рентабельности, сбалансированной структурой активов, высокой долей *собственного капитала* и незначительной *долговой нагрузкой*. Компании являются финансово крайне привлекательными для профильного и непрофильного инвесторов.

### **ОЦЕНКА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ ДЖЕНЕРИКОВЫХ КОМПАНИЙ**

Объемы бизнеса дженериковых компаний превышают средний

показатель по фармацевтической отрасли на 15–17% (табл. 2). При этом пятилетний период демонстрирует почти двукратное увеличение объемов производства. За последние годы компании масштабировали свои производственные мощности, что позволило им значительно увеличить объем выпускаемой продукции.

Компании данной бизнес-модели под воздействием регуляторных мер были вынуждены снижать цены на продукцию ряда ЖНВЛП. Несмотря на это, компании устойчиво сохраняют операционную рентабельность на уровне около 25% благодаря большому и сбалансированному портфелю препаратов. Это достигается за счет того, что доля ЖНВЛП компенсируется долей позиций в портфеле, не попадающих под жесткое регулирование ценообразования. При этом стабильные продажи дженериковых препаратов различных групп обеспечиваются значительной диверсификацией каналов продаж.

*Рентабельность по чистой прибыли* является стабильной на протяжении пятилетнего срока и не превышает 15%. В абсолютном выражении *чистая прибыль* выросла, как и *выручка*, почти двукратно. Фактически в абсолютном выражении *чистая прибыль* может обеспечить возможность реализации средне-бюджетного инвестиционного проекта за 2–3 года [5].

Структура *внеоборотных активов* характеризуется преобладанием *основных средств*, которые составляют около 20% в структуре всех активов. Объем *основных средств* за последние пять лет увеличился более чем в два раза в связи с завершением проектов по строительству и вводу в эксплуатацию новых производственных мощностей, позволяющих масштабировать производство продукции дженериковых компаний. *Нематериальные активы* традиционно представлены маркетинговыми решениями – правами на бренды. При этом необходимо отметить, что ряд дженериковых

ТАБЛИЦА 2. Усредненные финансовые показатели дженериковых компаний, млн руб.

БАЛАНС							
	2015	2019	Δ 2019/2015		2015	2019	Δ 2019/2015
Нематериальные активы	276	433	57%	Собственный капитал	2 349	3 497	49%
Основные средства	632	1 464	132%	Займы, вклч.:	505	1 390	175%
Прочие внеоборотные активы	101	223	121%	Займы (долгосрочные)	272	960	253%
Запасы	748	1 590	113%	Займы (краткосрочные)	233	430	85%
Дебиторская задолженность	1 415	2 701	91%	Кредиторская задолженность	1 018	2 579	153%
Денежные средства	261	296	13%				
<b>АКТИВ</b>	<b>3 967</b>	<b>7 685</b>			<b>3 967</b>	<b>7 685</b>	
ОПиУ				Расчетные показатели			
	2015	2019	Δ 2019/2015		2015	2019	Δ 2019/2015
Выручка	3 414	5 788	70%	Рентабельность по EBITDA %	24%	27%	15%
Себестоимость	1913	2 902	52%	Рентабельность по ЧП %	13%	15%	12%
EBITDA	809	1 583	96%	Чистый Финансовый Долг/EBITDA	0,3	0,7	
Чистая прибыль	449	849	89%	Доля собственного капитала %	59%	46%	-23%
				Доля основных средств %	16%	19%	20%
				Доля заемных средств %	13%	18%	42%

компаний сместили фокус в сторону разработки оригинальных препаратов, этим и обусловлен рост объема нематериальных активов в структуре баланса. Частично интеллектуальная собственность отнесена на статью *прочие внеоборотные активы*, как и у компаний, работающих в других бизнес-моделях.

Выросшие двукратно объемы запасов обусловлены аналогичным ростом объемов производства таких компаний. Значительный объем запасов связан с особенностями сбыта – работой с дистрибьюторами и аптечными сетями, т.к. закупки привязаны к месячным объемам поставок. Кроме того, нестабильность курса рубля, при условии зависимости от импортного сырья производителей дженериков, в последние 3–4 года сформировала тенденцию закупки импортного сырья впрок для целей некоторого хеджирования валютного риска. Традиционно высокий уровень *дебиторской задолженности* связан со значительной отсрочкой платежа за поставки продукции в пользу дистрибьюторов. Сроки отсрочки могут достигать 180 дней, т.е. фактически

производители предоставляют значительный по объему и сроку коммерческий кредит всей товаропроводящей цепочке фармацевтической продукции.

Объем *денежных средств* в структуре активов сопоставим с 1/3 долей годовой чистой прибыли по итогам 2019 г. Является так называемой подушкой безопасности на случай непредвиденных расходов.

Доля *собственного капитала* находится на высоком уровне – около 50%, с некоторой отрицательной динамикой. С одной стороны, это может быть обусловлено распределением накопленного объема *нераспределенной прибыли* акционерам/участникам в виде дивидендов (т.к. наибольшая доля в собственном капитале компаний, как и у биотехнологических компаний, приходится на накопленную нераспределенную прибыль). С другой стороны, дженериковые производители в течение пяти-семи лет активно инвестировали в расширение мощностей, в т.ч. через привлечение займов/кредитов, обслуживание которых формировало необходимость уплачивать

проценты по ним, что значительно снижало уровень *чистой прибыли*. Таким образом, суммарная накопленная *чистая прибыль* за пятилетний период демонстрирует, что уровень годовой *чистой прибыли* внутри пятилетнего периода мог быть значительно меньше, чем в 2019 г.

*Заемный капитал* характеризуется значительной долей долгосрочных обязательств, объем которых за пять лет увеличился более чем в 2,5 раза. Доля *заемного капитала* в структуре баланса тем не менее не очень большая и не превышает 20% от всех активов. При этом рост краткосрочных долговых обязательств свидетельствует о том, что дженериковые производители в результате масштабирования деятельности вынуждены обеспечивать операционную деятельность с некоторым кредитным плечом.

В отличие от биотехнологических компаний, дженериковые производители реализуют средне- и долгосрочные инвестиционные программы, как правило, с использованием *заемного капитала*. Однако важно отметить, что даже значительные

объемы долгосрочных кредитов позволяют этим компаниям сохранять низкую долговую нагрузку (в пределах 1х), что обусловлено высокой операционной рентабельностью бизнеса и аккумулированием денежных средств на счетах компаний. Нужно отметить, что для инвестора приемлемый уровень долговой нагрузки при долгосрочном инвестировании не превышает 4,5х-5х в зависимости от риск-аппетита того или иного инвестора.

Показатель *кредиторской задолженности* данной бизнес-модели требует оговорки. Значительных коммерческих кредитов дженериковые компании в большинстве своем не используют, однако объем *кредиторской задолженности* большой и демонстрирует тенденцию к росту. В данном случае это обусловлено тем, что дженериковые производители часто представляют собой группу компаний, формирующих холдинг. Такая форма построения бизнеса предполагает значительные внутригрупповые расчеты, которые чаще всего формируют большие статьи *кредиторской задолженности* у одних компаний группы и *дебиторской задолженности* у других компаний этой же группы. Учитывая, что невозможно провести очистку внутригрупповых оборотов, используя только Форму 1 и 2 отчетности РСБУ, делается эта оговорка. По экспертным оценкам суммы *дебиторской и кредиторской задолженности* после очистки внутригрупповых расчетов могут быть сокращены на 1/3.

Дженериковые компании имеют стабильно хорошее финансовое положение, характеризующееся положительной средней динамикой роста объемов бизнеса, стабильным за пятилетний период уровнем операционной и чистой рентабельности. Значительная доля собственного капитала, остатков денежных средств и достаточно высокий уровень рентабельности тем не менее не позволяют компаниям реализовывать полноформатные инвестиционные проекты без привлечения заемного капитала. При этом

в настоящее время можно зафиксировать низкий уровень долговой нагрузки дженериковых компаний.

### **ОЦЕНКА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ СПЕЦИАЛИЗИРОВАННЫХ КОМПАНИЙ**

Динамика роста бизнеса специализированных компаний за последние пять лет, как и дженериковых производителей, обусловлена прежде всего масштабированием бизнеса за счет увеличения производственных мощностей. Но динамика более умеренная по сравнению с показателями биотехнологических и дженериковых компаний. Необходимо отметить, что средний объем бизнеса специализированной компании ниже среднего показателя по фармацевтической отрасли (табл. 3).

Специализированные компании часто зависят от государственных закупок. Несмотря на ограниченные возможности зарабатывать на этом рынке, анализ показывает стабильно высокий уровень операционной рентабельности – более 20%. При этом *рентабельность по чистой прибыли* характеризуется относительно невысоким уровнем (не превышает 10%).

Структура *актива* специализированных компаний характеризуется значительной долей основных средств – около четверти всех активов, объем которых в течение последних пяти лет увеличился более чем на 60% в абсолютном выражении за счет ввода в эксплуатацию новых производственных мощностей. Специализированные компании, в отличие от биотехнологических, часто не могут быть отнесены к наукоемким производствам, чем в основном объясняется незначительный объем их *нематериальных активов*. Они также, как правило, не фокусируются на продвижении, поскольку ограничено работают на коммерческом рынке, поэтому в составе *нематериальных активов* в небольшом объеме представлены также и маркетинговые активы.

В то же время статья *прочие внеоборотные активы* выросла

за последние 5 лет и сформировала значимую сумму. Это связано с тем, что ряд специализированных компаний имеет в своем портфеле ограниченное число позиций оригинальных запатентованных препаратов. Эти позиции и формируют стоимость интеллектуальных прав, относимых на баланс компаний. Особенности учета по РСБУ, как уже упоминалось ранее, подразумевают возможность отнесения интеллектуальных прав на статью *прочих внеоборотных активов*.

*Запасы* специализированных компаний сформированы в объеме, сопоставимом с выручкой, что обусловлено необходимостью обеспечивать поставки по государственным закупкам.

*Дебиторская задолженность* имеет значительную долю в объеме активов и связана с предоставлением коммерческого кредита дистрибьюторам – провайдером на рынке государственных закупок, с которыми активно сотрудничают специализированные компании. Увеличение доли *дебиторской задолженности* связано с увеличением сроков отсрочки, требуемой дистрибьюторами. За последние 5 лет средний период отсрочки увеличился с 90 до 120 дней.

Активная инвестиционная программа, наряду с более низкими уровнями рентабельности бизнеса, сформировала предпосылки к значительному снижению объема свободных денежных средств.

Для специализированных компаний, как и для всех фармацевтических компаний, вне зависимости от принадлежности к бизнес-модели, характерен стабильно высокий уровень *собственного капитала* в структуре пассива – около 50%. Надо отметить, что значительная доля *собственного капитала* – залог финансовой стабильности компании и гарантия участия в бизнесе собственников. Для инвестора данный показатель является важным при оценке финансового состояния бизнеса.

*Заемный капитал* занимает в пассиве около четверти по итогам 2019 г.,

ТАБЛИЦА 3. Усредненные финансовые показатели специализированных компаний, млн руб.

БАЛАНС							
	2015	2019	Δ 2019/2015		2015	2019	Δ 2019/2015
Нематериальные активы	108	74	-31%	Собственный капитал	1 462	2 456	68%
Основные средства	713	1 158	62%	Займы, вкл.:	659	1 097	66%
Прочие внеоборотные активы	53	148	179%	Займы (долгосрочные)	481	778	62%
Запасы	359	805	124%	Займы (краткосрочные)	178	319	79%
Дебиторская задолженность	998	1 819	82%	Кредиторская задолженность	860	1 214	41%
Денежные средства	337	94	-72%				
<b>АКТИВ</b>	<b>3 018</b>	<b>4 828</b>		<b>ПАССИВ</b>	<b>3 018</b>	<b>4 828</b>	
ОПиУ				Расчетные показатели			
	2015	2019	Δ 2019/2015		2015	2019	Δ 2019/2015
Выручка	2 667	3 726	40%	Рентабельность по EBITDA %	23%	22%	-1%
Себестоимость	1482	1 750	18%	Рентабельность по ЧП %	9%	9%	0%
EBITDA	601	832	38%	Чистый Финансовый Долг/ EBITDA	0,5	1,2	
Чистая прибыль	250	323	29%	Доля собственного капитала %	48%	51%	5%
				Доля основных средств %	24%	24%	0%
				Доля заемных средств %	22%	23%	4%

что сопоставимо с объемом основных средств в активе и имеет тенденцию к росту за последние 5 лет в абсолютном выражении примерно на 70%. При этом наибольшую долю занимает долгосрочный заемный капитал, который сформирован для целей финансирования инвестиционных программ. Инвестиционные программы имеют цель расширения мощностей, в т.ч. для развития контрактного производства [3]. Поэтому баланс отражает более интенсивный рост объемов основных средств по сравнению с ростом объемов выручки. Несмотря на умеренный рост выручки от продаж, рост заемного краткосрочного финансирования почти двукратный. Это может объясняться тем, что отвлечение собственных средств на инвестиционные цели происходит в т.ч. за счет оборотных средств, и для закрытия кассовых разрывов необходимо привлекать заемный оборотный капитал. Тем не менее долговая нагрузка специализированных компаний находится на достаточно

комфортном уровне – около 1,5х, но необходимо отметить, что уровень долговой нагрузки за пятилетний период вырос более чем двукратно.

Инвестиционные программы специализированных компаний в настоящий момент в основном не завершены, находятся на этапе, когда в рамках первой-второй очередей созданы мощности для производства препаратов из собственного портфеля компаний, в то время как следующий этап часто предполагает кооперацию с заказчиками контрактного производства. Данный этап инвестиционных программ, как правило, связан с закупкой оборудования и технологий производства. Этим обусловлены значительные суммы кредиторской задолженности, сформированные как обязательства в пользу поставщиков оборудования и технологий. Кроме того, специализированные компании часто имеют в составе группы компанию – производителя АФС. Дочерняя компания обычно является полностью зависимой и может предоставлять

коммерческий кредит основной компании группы, производящей ГЛС, что тоже отражается в кредиторской задолженности.

Специализированные компании имеют достаточно устойчивое финансовое положение, характеризующееся положительной динамикой роста бизнеса в анализируемой пятилетней ретроспективе, хорошим уровнем операционной рентабельности и приемлемым уровнем чистой рентабельности. Капитал компаний характеризуется высокой долей собственного капитала – примерно 50%, при этом на заемный капитал приходится около 25%, что говорит о средней зависимости от привлекаемого долгосрочного и краткосрочного финансирования. При этом уровень долговой нагрузки хоть и растет, но по-прежнему находится на комфортном уровне.

#### ОЦЕНКА ФИНАНСОВОГО СОСТОЯНИЯ КОМПАНИЙ – ПРОИЗВОДИТЕЛЕЙ АФС

Производители АФС имеют самый небольшой объем бизнеса



из анализируемых бизнес-моделей (выручка более чем в 4 раза меньше среднего показателя по отрасли). Это объясняется тем, что, несмотря на принадлежность к фармацевтической промышленности, эта бизнес-модель принципиально отличается от прочих в силу того, что компании не производят и не реализуют ГЛС, а, значит, лишь ограниченно сталкиваются с регуляторными процессами/требованиями, характерными для других игроков отрасли.

За последние пять лет компании – производители АФС увеличили объем бизнеса почти в два раза. Также им удалось увеличить уровень как операционной, так и чистой рентабельности. Можно говорить о том, что уровень рентабельности компаний является высоким (операционной рентабельности – в среднем 33%, чистой – 23% по итогам 2019 г.) (табл. 4).

Активы компаний характеризуются наращиванием и высокой долей (38% по итогам 2019 г.) основных средств

в результате начатого в последние 2–3 года инвестиционного процесса. В настоящее время процесс инвестирования в материальные активы компаний – производителей АФС находится в активной фазе (в отличие от других бизнес-моделей), т.е. процессы покупки/модернизации/строительства новых мощностей еще не завершены. Это говорит о том, что объем основных средств в среднесрочной перспективе (2–3 года) будет кратно увеличен.

Нематериальные активы практически отсутствуют, однако значительные суммы приходятся на статью прочие внеоборотные активы. Это связано с тем, что ряд производителей входит в группу компаний, где есть производитель ГЛС. Предполагается, что ряд корпораций, оптимизируя риски, распределяет интеллектуальные права между компаниями группы, таким образом, часть нематериальных активов может ложиться на баланс дочерней компании.

Значительную долю занимает дебиторская задолженность, что объясняется работой с отсрочкой платежа с производителями ГЛС. Динамика роста дебиторской задолженности коррелируется с динамикой роста бизнеса.

Запасы, как правило, сформированы первичным сырьем для производства АФС. Первичное сырье импортное, поэтому возникли предпосылки при нестабильном курсе национальной валюты формировать более значительный объем запаса сырья.

Собственный капитал компаний находится на стабильно высоком уровне – 67%. Доля заемного капитала интенсивно растет, что связано с реализацией активной фазы инвестиционных программ, но в относительном выражении занимает по состоянию на конец 2019 г. не более 20% в структуре пассивов. В абсолютном выражении собственный капитал сопоставим с 1/3 годовой выручки. Долговая нагрузка

ТАБЛИЦА 4. Усредненные финансовые показатели компаний - производителей АФС, млн руб.

БАЛАНС							
	2015	2019	Δ 2019/2015		2015	2019	Δ 2019/2015
Нематериальные активы	1	8	700%	Собственный капитал	372	1 065	186%
Основные средства	67	596	790%	Займы, вклч.:	37	292	689%
Прочие внеоборотные активы	2	172	8500%	Займы (долгосрочные)	26	232	792%
Запасы	104	276	165%	Займы (краткосрочные)	11	60	445%
Дебиторская задолженность	179	356	99%	Кредиторская задолженность	129	163	26%
Денежные средства	47	32	-32%				
<b>АКТИВ</b>	<b>558</b>	<b>1 588</b>	<b>185%</b>	<b>ПАССИВ</b>	<b>558</b>	<b>1 588</b>	<b>185%</b>
ОПиУ				Расчетные показатели			
	2015	2019	Δ 2019/2015		2015	2019	Δ 2019/2015
Выручка	532	981	84%	Рентабельность по EBITDA %	26%	33%	26%
Себестоимость	286	580	103%	Рентабельность по ЧП %	14%	23%	73%
EBITDA	138	320	132%	Чистый Финансовый Долг/ EBITDA	Negative	0,8	
Чистая прибыль	72	230	219%	Доля собственного капитала %	67%	67%	0%
				Доля основных средств %	12%	38%	213%
				Доля заемных средств %	7%	18%	177%

2019 г. находится на низком уровне, но, очевидно, будет увеличиваться в горизонте двух-трех лет. При этом пять лет назад долговая нагрузка вовсе отсутствовала.

Кредиторская задолженность сформирована обязательствами в адрес поставщиков оборудования и поставщиков сырья.

Производство АФС является наименее масштабным бизнесом в составе фармацевтической промышленности. Характеризуется высоким уровнем операционной и чистой рентабельности, значительной долей собственного капитала. Заемный капитал начал активно привлекаться в последние годы. Очевидно, что его доля вырастет в перспективе ближайших 2-3 лет вместе с долговой нагрузкой компаний в силу того, что будет завершаться активная фаза начатых 1-2 года тому назад инвестиционных программ.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Полученные результаты свидетельствуют о том, что компании всех бизнес-моделей характеризуются качественным финансовым положением с положительной динамикой роста бизнеса, высокой долей собственного капитала и достаточно хорошим уровнем рентабельности.

Наиболее большим, рентабельным и автономным от привлекаемого заемного капитала является бизнес биотехнологических компаний. Кроме того, само направление биотехнологических разработок является наиболее перспективным и привлекательным для стороннего инвестора.

Дженериковые компании также демонстрируют абсолютную стабильность на не всегда стабильно развивающемся фармацевтическом рынке. При этом объемы бизнеса таких компаний средние,

но для инвестора такой бизнес будет привлекательным в среднесрочной перспективе.

Специализированные компании, несмотря на некоторую схожесть в тенденциях финансового развития с дженериковыми компаниями, тем не менее имеют некоторые отличия своих финансовых вложений и больше фокусируются на развитии за счет коллаборации с иностранными компаниями.

Наиболее малым объемом бизнеса отличаются производители АФС, при этом компании этой бизнес-модели находятся в активной фазе финансирования инвестиционных программ, что отражается на финансовом положении компаний. Для профильного и непрофильного инвестора с ограниченным объемом инвестиционного капитала являются наиболее подходящими компаниями.



## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Трофимова Е.О., Ясинская Л.Е. Количественный анализ продуктовых портфелей российских фармацевтических производителей и их классификация. *Ремедиум*. 2019;(11):8-15. doi: 10.21518/1561-5936-2019-11-8-15.
2. Ясинская Л.Е., Трофимова Е.О. Сравнительная характеристика бизнес-моделей лидеров фармацевтического производства: аспекты коммерческой деятельности. *Ремедиум*. 2020;(1-3):50-59. doi: 10.21518/1561-5936-2020-1-2-3-50-59.
3. Ясинская Л.Е. Сравнительная характеристика бизнес-моделей лидеров фармацевтического производства: аспекты инвестиционной деятельности. *Ремедиум*. 2020;(4-6):71-78. doi: 10.21518/1561-5936-2020-4-5-6-66-78.
4. Ясинская Л.Е., Трофимова Е.О. Государственная финансовая поддержка фармацевтической и медицинской промышленности. *Ремедиум*. 2016;(10):6-16. doi: 10.21518/1561-5936-2016-10-6-15.
5. Ясинская Л.Е. Финансовый анализ отечественных производственных фармацевтических предприятий. *Ремедиум*. 2017;(4):16-24. doi: 10.21518/1561-5936-2017-4-16-24.



кроме того...

### ФАС приостановила действие своих разъяснений по закупкам инсулина гларгина

Федеральная антимонопольная служба (ФАС) России приостановила действие своего разъяснения от 10 ноября 2020 г. по закупкам инсулина гларгина, в котором требовала при формировании конкурсной документации на приобретение препарата в дозировке 300

ед/мл указывать возможность поставки данного препарата в дозировке 100 ед/мл, поскольку в обоих случаях, как полагают в службе, достигается схожий терапевтический эффект.

Профильные ассоциации выступили против такого уравнивания, указывая, что вопрос взаимозаменяемости препаратов не входит в компетенцию антимонопольной службы. Так, в Московской диабетической ассоциации указали на то, что клинический эффект у инсу-

линов этих дозировок разный, соответственно, при неоднократной замене одного другим возникает риск последствий для пациентов.

В результате свое спорное указание антимонопольная служба приостановила до «разработки четких клинических рекомендаций» – такое решение приняли в ведомстве после совещания по вопросам совершенствования лекарственного обеспечения пациентов с сахарным диабе-

том, прошедшего 30 ноября. По итогам совещания было принято решение о создании на базе ФГБУ «НМИЦ Эндокринологии» рабочей группы для выработки алгоритма перевода и назначения лекарственного препарата «инсулин гларгин» в дозировках 100 ЕД/мл и 300 ЕД/мл с учетом международной и российской практики. Пока в России в дозировке 300 ед/мл зарегистрирован только Туджео от Sanofi.