

# РОССИЙСКАЯ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКАЯ ОТРАСЛЬ: ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ, РИСКИ И ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ

Статья посвящена вопросам инвестиционной привлекательности одной из наиболее важных и социально значимых отраслей российской экономики — фармацевтики. В то время как по другим основным отраслям имеется немало доступной для анализа информации, оценить привлекательность и специфические риски фармацевтического сектора частному инвестору весьма непросто. Анализ, проведенный в предлагаемой работе, может быть интересен как частным, так и корпоративным инвесторам.

**КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:** фармацевтическая отрасль, российский фондовый рынок, инвестиционная привлекательность, рыночные инвестиции



**Володин Сергей Николаевич** — к. э. н., доцент департамента финансов НИУ ВШЭ. Сфера профессиональных интересов: прогнозирование рыночных цен, инвестиционные стратегии, инвестиционный анализ (г. Москва)



**Зуева Екатерина Сергеевна** — аналитик отдела стратегического развития компании Pfizer Consumer Healthcare. Сфера профессиональных интересов: развитие фармацевтической отрасли, экономические аспекты здравоохранения, портфельное инвестирование (г. Москва)

## ВВЕДЕНИЕ

Возможность вложений в различные отрасли рассматривается многими частными инвесторами, поскольку диверсификация портфеля обеспечивает потенциально более высокую доходность при меньших рисках. Одним из привлекательных для инвесторов направлений является высокотехнологичный рынок фармацевтики, находящийся на стыке медицины и ретейла. Однако стоит отметить, что на данном рынке ввиду недостаточного количества доступных аналитических материалов и статистических данных провести оценку сложнее, чем в нефтегазовом, финансовом и иных наиболее развитых секторах экономики. По этой причине в предлагаемом исследовании авторы постараются раскрыть основные особенности фармацевтического сектора, показав его перспективы и потенциальные риски для российских частных инвесторов.

Сегодня фармацевтическая отрасль является в нашей стране одним из приоритетных бизнес-направлений, хотя ей и не свойственно стремительное развитие. На рассматриваемом рынке можно отметить увеличение числа отечественных

производственных предприятий и розничных точек реализации, устойчивый ежегодный прирост продаж в течение последних пяти лет на уровне 11% в год [11]. После ослабления курса рубля появились серьезные стимулы для развития российского производства лекарственных средств, в особенности дженериков нового поколения [37]. Со стороны правительства предпринимаются соответствующие меры, в частности проводится реализация стратегии «Фарма-2020» и госпрограммы «Развитие фармацевтической и медицинской промышленности» [6], стандартизируется работа компаний отрасли.

По своей структуре рынок лекарственных средств напоминает рынки прочих потребительских товаров. Работающие на нем компании имеют различную специализацию. Можно выделить три общих направления, в рамках которых осуществляется деятельность фармацевтических компаний в России: производство, оптовые продажи (первичная и вторичная дистрибуция), розничная реализация.

На постсоветском пространстве фармацевтика остается крайне закрытой и непрозрачной отраслью. На сегодняшний день лишь незначительная часть предприятий приняла решение об IPO: статус частной компании стратегически важен, поскольку позволяет не предоставлять доступ к финансовой отчетности конкурентам и не зависеть от высокой волатильности рынка, а также защищает бизнес от недружественных поглощений. Таким образом, для внешних частных инвесторов доступны акции очень небольшого числа компаний. На фондовом рынке Московской биржи торгуются акции четырех фармацевтических предприятий: «ПРОТЕК», «Аптечная сеть «36,6», «Фармстандарт», «Отисифарм» [16]. На Рынке инноваций и инвестиций Московской биржи, созданном совместно с «Роснано», представлены еще три предприятия: «Диод», «ИСКЧ» и «Фармсинтез». В принципе, это весь перечень компаний, в которые могут вложить средства частные инвесторы.

Ценные бумаги ряда публичных обществ, таких как «Валента Фармацевтика», «Фармация»,

«Фармацевтическая фабрика Санкт-Петербурга», «Томскимфарм», «Новосибхимфарм», «Росфарм», «Красфарма» и «Биосинтез», котируются на внебиржевом рынке RTS Board. Однако они недоступны для частных инвесторов, т.к. сделки на данной площадке заключают только профессиональные участники рынка ценных бумаг. Несколько компаний отрасли совершили IPO на Лондонской бирже, но российские инвесторы сталкиваются с определенными трудностями при покупке их акций. Остальные представители сектора на данный момент произвели делистинг или никогда не выходили на открытый рынок капитала.

Оценить инвестиционную привлекательность индустрии в целом и определить существующие в ней актуальные тенденции можно за счет изучения профилей публичных обществ каждого из трех выделенных сегментов. Поскольку проводимый анализ предполагает ориентацию на рядовых инвесторов, особую важность приобретает возможность покупки ими акций, а также возможность качественной оценки и ликвидность торгов. В связи с этим для анализа отбирались компании, соответствующие следующим критериям:

- их акции торгуются на российском фондовом рынке;
- IPO произведена более пяти лет назад;
- они не планируют осуществление делистинга;
- являются крупнейшими среди аналогичных предприятий;
- выделенные направления обеспечивают большую часть их совокупной выручки.

Таким образом, для частных инвесторов актуальным будет рассмотрение наиболее крупных представителей каждого из трех сегментов: производства («Фармстандарт», «Отисифарм», «Фармсинтез»), дистрибуции («ПРОТЕК») и ретейла («Аптечная сеть «36,6»).

## СЕГМЕНТ ПРОИЗВОДСТВА

Российские производители лекарственных препаратов сталкиваются с проблемами, характерными

для отрасли во всем мире, но на их деятельность влияет и специфика отечественного рынка. Важнейшими факторами, которые они должны учитывать при принятии стратегических решений, сегодня можно считать:

- снижение выручки компаний, входящих в Big Pharma<sup>1</sup> (Pfizer, Novartis, Roche, Merck, Sanofi, J&J, GSK, AstraZeneca и др.) [37], в том числе из-за потери патентной защиты многими препаратами-блокбастерами, приведшей к возможности появления новых дженериков;

- сокращение крупными игроками затрат на научно-исследовательскую деятельность;

- низкий уровень потребления лекарственных средств в России по сравнению с развитыми странами;

- увеличение государственных затрат на здравоохранение в долгосрочной перспективе (запланирован рост с \$20,7 млрд до \$45,1 млрд за десять лет);

- развитие фармацевтических кластеров;

- перспектива повышения цен на препараты отечественных производителей [28];

- реализация политики замещения импортных лекарств российскими аналогами;

- законодательные ограничения на госзакупки иностранных лекарственных средств [17].

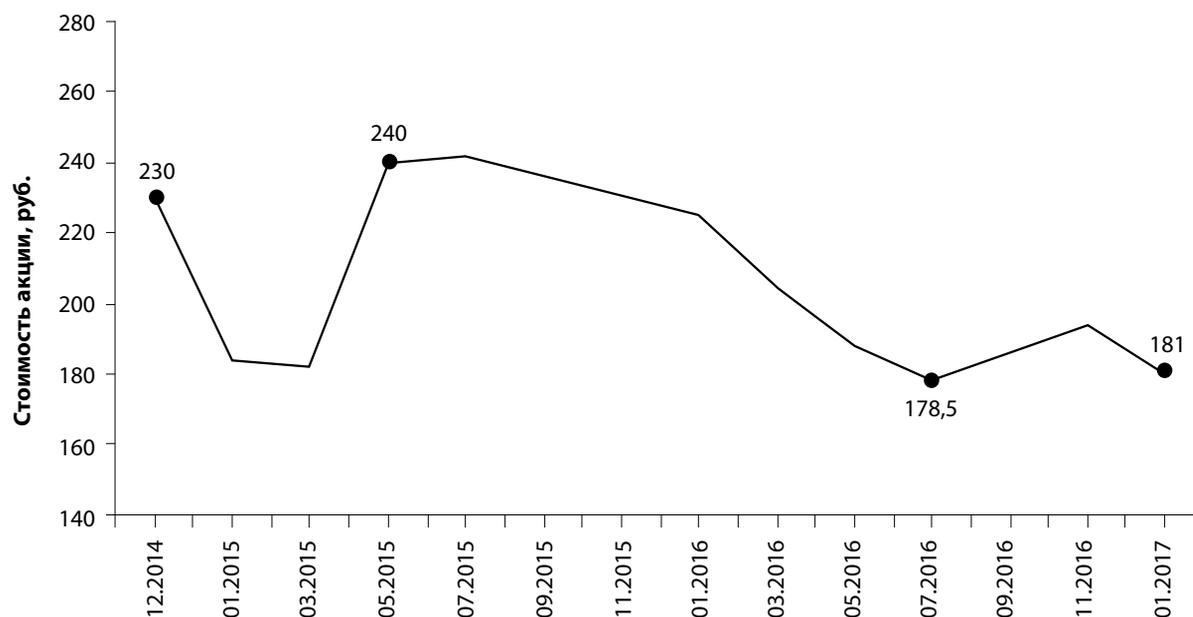
Компания «Отисифарм», выделенная из структуры ПАО «Фармстандарт» в 2013 г. в целях оптимизации бизнес-процессов, занимает 69-е место в списке крупнейших компаний России [18] и имеет в своем портфеле такие известные бренды, как «Арбидол», «Афобазол», «Коделак», «Пенталгин» (всео ей принадлежит более 60 брендов и несколько патентов) [20]. На данный момент она является самым крупным российским производителем лекарственных препаратов, но то, что IPO «Отисифарм» произошла всего два года назад, не позволяет составить представление о поведении ценных бумаг данной компании в долгосрочной перспективе (рис. 1).

Ведущая роль среди производителей долгое время принадлежала ПАО «Фармстандарт».

Однако вследствие консолидации 98,12% ее акций компанией Augment Investments Limited и приостановления торгов 29 ноября 2016 г. (с намерением провести делистинг после внеочередного собрания акционеров) [25] изучение и прогнозирование поведения ценных бумаг компании стали фактически невозможными (рис. 2). В аналогичной ситуации оказался в 2014 г. другой крупный игрок рынка — ПАО «Верофарм» в результате получения американским фармгигантом Abbott контроля над ООО «ГарденХиллс», которому принадлежали 98% акций «Верофарм». В 2012 г. с Московской биржи ушло АО «Акрихин», контрольный пакет акций которого приобрел польский производитель Polpharma, предъявивший требование о выкупе оставшейся доли ценных бумаг у миноритариев [26]. Уход этих крупных игроков с фондового рынка связан с их переходом под контроль иностранных юридических лиц. Таким образом, из рассмотрения исключаются несколько крупных отечественных предприятий по изготовлению лекарственных средств.

Среди компаний-производителей можно рассмотреть ПАО «Фармсинтез», осуществившее IPO в 2010 г. По итогам 2015 г. это предприятие заняло девятое место по объемам реализации среди компаний, имеющих производство на территории России [11]. При этом компания «Фармсинтез» четыре года подряд показывала убыточность, а ее ценные бумаги характеризовались крайне низкой ликвидностью. Эксперты отмечают, что акции ПАО «Фармсинтез» переоценены (рис. 3). Как и большинство компаний сектора, она вкладывает значительные средства в научно-исследовательские разработки. Ее инвестиционные перспективы в настоящее время практически полностью зависят от реализации данного направления: при успешном выводе на рынок препаратов для борьбы с онкологическими заболеваниями и рассеянным склерозом финансовое состояние компании может кардинально измениться [35], что приведет к резкому повышению

<sup>1</sup> Big Pharma — название группы крупнейших фармацевтических компаний мира (с годовым доходом более \$3 млрд). — Прим. ред.

**Рис. 1.** Котировки обыкновенных акций ПАО «Отисифарм»

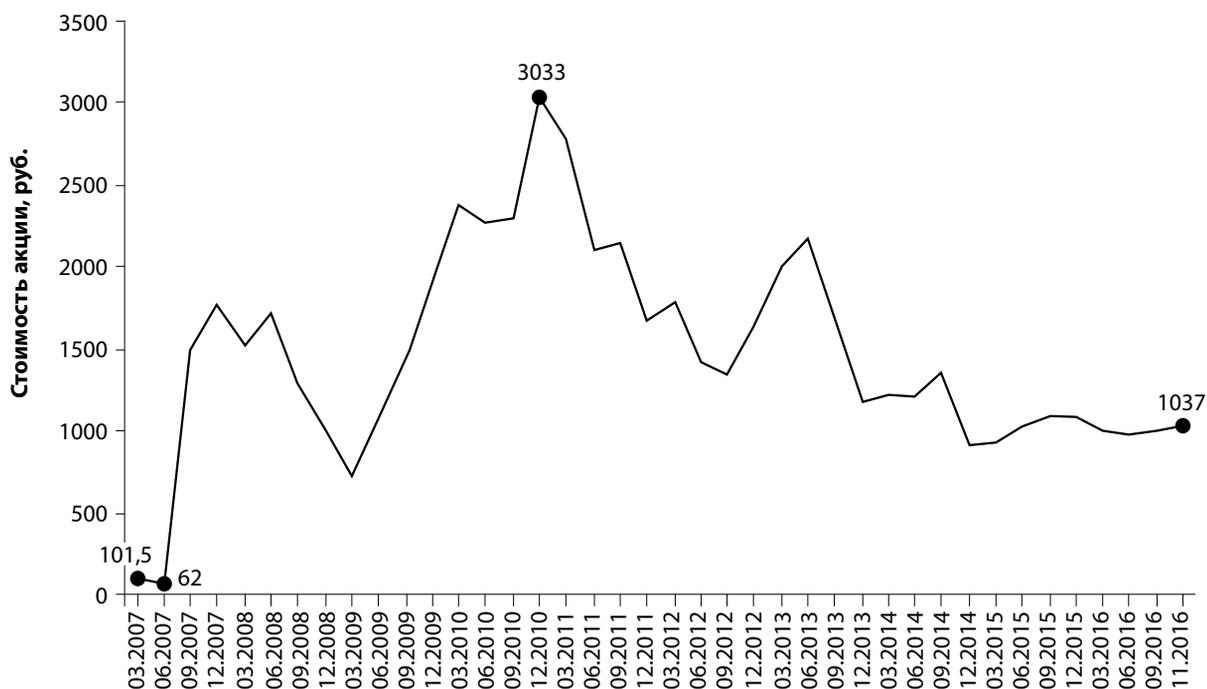
Источник: [30].

ее котировок. Сейчас в портфеле ПАО «Фармсинтез» имеются оригинальные препараты «Неовир», «Сегидрин», «Феназид» и «Пенкрофтон», а также пять лекарственных средств, которые компания ввозит в Россию, но не производит. Наличие последних позволяет компании снижать риски, которые всегда сопутствуют технологически сложному процессу создания лекарственных препаратов.

34,28% акций ПАО «Фармсинтез» принадлежит госкорпорации «Роснано», кроме того, компания является участником программы «Фарма-2020», что гарантирует ей финансовую устойчивость. Важно также, что ПАО «Фармсинтез» является эмитентом Рынка инноваций и инвестиций на Московской бирже. Это позволяет данному предприятию получать займы от Фонда развития промышленности на выгодных условиях.

Активные торги акциями компании наблюдались после объявлений о дополнительных эмиссиях, а резкое сокращение объемов продаж и стоимости акций — после публикации финансовой отчетности, показывающей, что компания убыточна. Рис. 3 демонстрирует высокую волатильность обыкновенных акций ПАО «Фармсинтез» на протяжении его публичной деятельности. Руководство предприятия утверждает, что в 2017 г. оно перестанет быть убыточным и начнет приносить прибыль, но инвесторам, которые несколько лет не получали дивидендов и наблюдали низкую ликвидность ценных бумаг компании, нелегко в это поверить. Несмотря на негативные финансовые показатели, ПАО «Фармсинтез» остается одним из лидеров среди российских фармацевтических предприятий.

Рис. 2. Котировки обыкновенных акций ПАО «Фармстандарт»



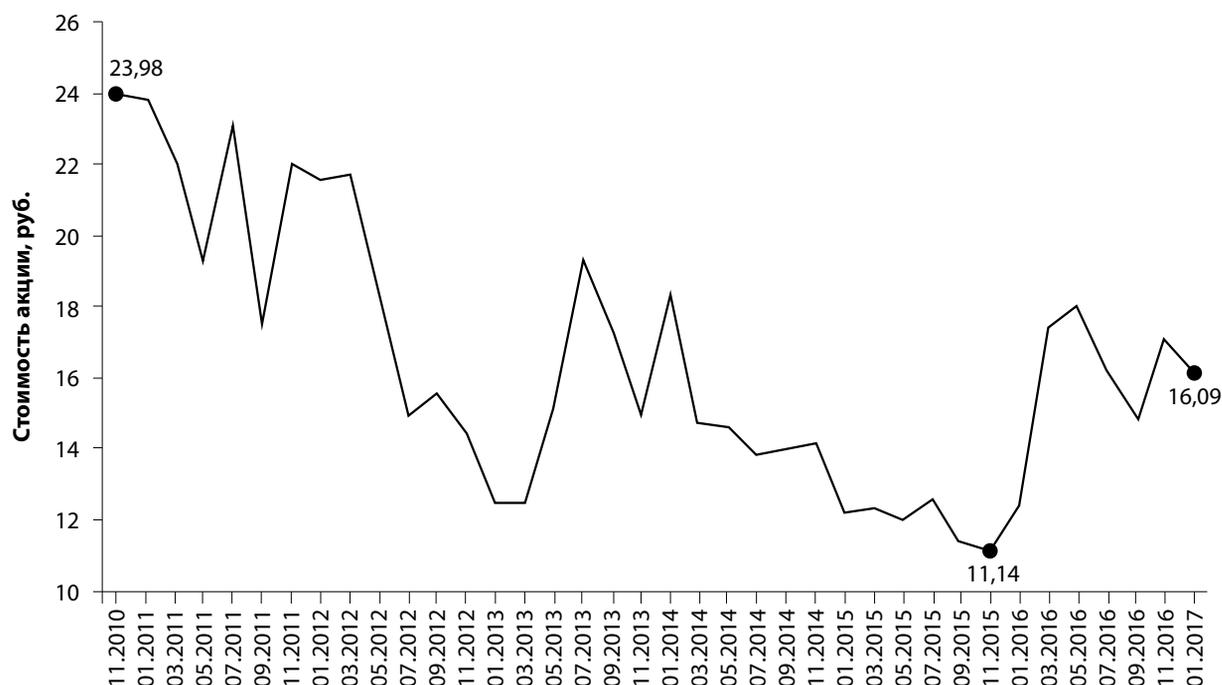
Источник: [21].

Таким образом, сектор производства лекарственных препаратов в целом выглядит не очень привлекательным для российских инвесторов. Однако стоит учитывать наличие некоторых перспектив в случае долгосрочных инвестиций: так, акции ПАО «Фармсинтез» могут значительно вырасти в цене при удачной реализации компанией научных разработок. Именно на такие возможности следует обратить особое внимание. Тем не менее нужно отметить и то, что подобные вложения являются весьма рискованными, т.к. компания уже длительное время убыточна и сильно ограничена в действиях вследствие государственного участия в капитале.

## СЕГМЕНТ ДИСТРИБУЦИИ

Рынок поставок лекарственных средств практически недоступен для частных инвесторов — на Московской бирже торгуются акции только одной компании, функционирующей на нем. Фактически сделки в данном сегменте ограничиваются слияниями. На рынке продолжается процесс консолидации: в 2015 г. крупнейшие игроки увеличили свою долю в отраслевой выручке еще на 4%, в результате чего на топ-10 компаний пришлось более 93% продаж [36].

Итак, для частных инвесторов в сегменте дистрибуции может представлять интерес только

**Рис. 3.** Котировки обыкновенных акций ПАО «Фармсинтез»

Источник: [32].

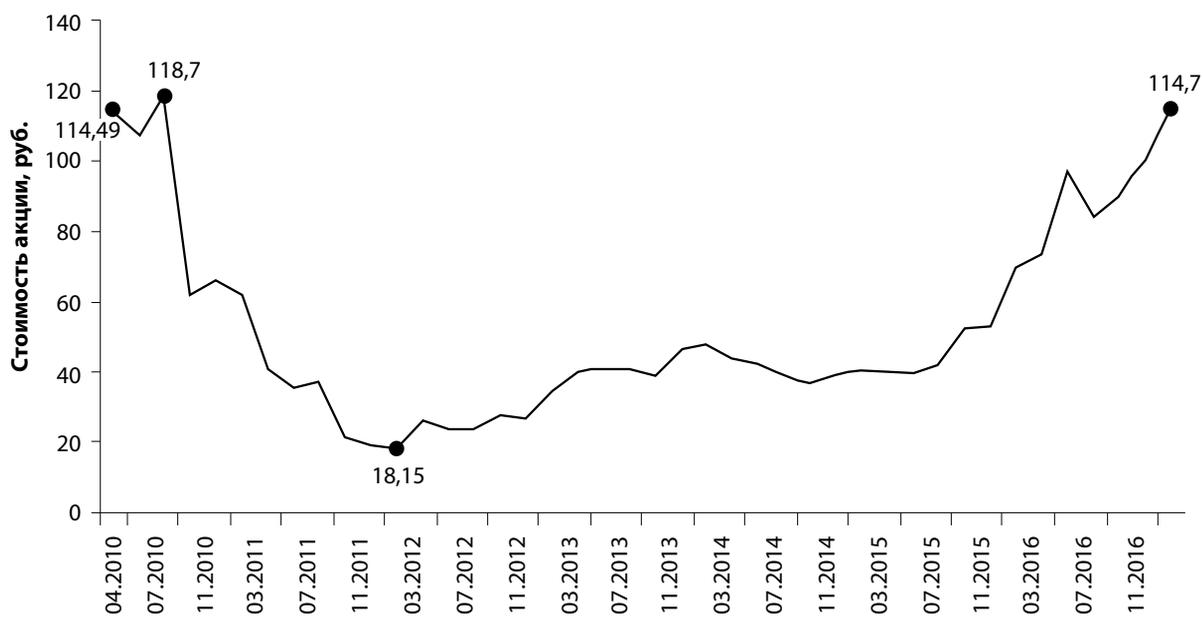
ПАО «ПРОТЕК»: оно осуществило IPO в 2010 г. и его акции обращаются на фондовом рынке. Сегодня это один из самых влиятельных игроков отрасли. В группу компаний «ПРОТЕК» входят дистрибьютор ЗАО «ЦВ «ПРОТЕК», приносящий большую часть консолидированной выручки, розничная сеть «Ригла» и производитель «Сотекс» [33]. Основные финансовые показатели группы компаний отражают стабильный рост [7], кроме того, можно отметить незначительный долг по кредитам [24] и относительно регулярные выплаты дивидендов [3].

На сегодняшний день «ПРОТЕК» является крупнейшим российским дистрибьютором лекарственных средств. В 2013 г., когда обострилась конкуренция в сегменте, широкую огласку получил

конфликт компаний «Катрен» и «Пульс» при разделе рыночной доли другого крупного игрока — «СИА». В результате раздела компания «ПРОТЕК» перешла с первого на второе место в рейтинге поставщиков фармацевтической продукции (по годовым показателям выручки), в то время как «Катрен» на несколько лет стала лидером сегмента. В начале 2016 г. компания вернула первое место в рейтинге после долгой ценовой борьбы с ближайшими конкурентами [5]. С 2015 г., когда ПАО «ПРОТЕК» вошло в список системообразующих предприятий России [12], наблюдается рост его котировок (рис. 4).

Важно отметить, что направления «производство» и «розничный ретейл» группы компаний безубыточны, а сеть «Ригла» заняла в первом полугодии

Рис. 4. Котировки обыкновенных акций ПАО «Протек»



Источник: [31].

2016 г. вторую позицию по объему выручки среди аптечных сетей страны.

В последнее время стоимость ценных бумаг компании вернулась к тому уровню, который был на момент IPO. Резкие колебания в объемах торгов и ценах обыкновенных акций сейчас связаны в основном с публикацией данных о выплате дивидендов и финансовых показателей по МСФО. Показатель Free Float (доля акций, находящихся в свободном обращении) составляет около 17%, ценные бумаги обладают низкой ликвидностью, но демонстрируют тенденцию к увеличению стоимости уже более двух лет подряд [23], что служит неплохим признаком при оценке инвестиционной привлекательности.

Значительно пополнить бюджет ПАО «ПРОТЕК» может возмещение крупной дебиторской задолженности аптечной сетью «Зб,б», которая

составляла на начало 2016 г. 1,4 млрд руб. Дистрибьютор перестал обслуживать данного ретейлера в мае 2014 г. и подал более 50 исков к компании, добившись ареста ее счетов в июле 2016 г. В числе текущих проектов «ПРОТЕК» имеются строительство склада в Московской области [22] и создание собственного маркетингового союза аптек «ПроАптека» для улучшения логистических процессов и повышения лояльности розничных точек, которые будут входить в объединение.

В целом «ПРОТЕК» может считаться перспективной для вложений компанией: стабильность развития, устойчивость на рынке, рост стоимости акций и интересные проекты делают ее привлекательной для инвесторов, рассчитывающих на высокий доход, в том числе дивидендный. Компания диверсифицирует риски, работая во всех направлениях фармацевтической отрасли. Менеджмент

акционерного общества неоднократно подчеркивал нацеленность на максимизацию прибыли, а не выручки, что положительно влияет на дивидендную доходность и создает ресурсы для развития дистрибьютора.

## РОЗНИЧНЫЙ СЕГМЕНТ

Отличительной особенностью розничного сегмента фармацевтической отрасли является то, что на него приходится больше всего сделок M&A. Аптечный бизнес легко разделить на несколько частей и продать, в то время как производство и дистрибуция технически едины. Сегодня в сегменте ярко выражен тренд консолидации и вытеснения с региональных рынков местных игроков. Тем не менее в России продолжают функционировать более 55 тыс. аптек [10].

Лидирует по объему выручки среди аптечных сетей ПАО «Аптечная сеть «36,6» [13]. Эта компания была создана в 2000 г. и уже в 2003 г. вышла на фондовый рынок: руководство приняло такое решение для привлечения дополнительного капитала, и по открытой подписке было размещено около 20% акций [4]. За стремительной экспансией в середине 2000-х гг. последовала кризисная ситуация: произошла смена руководства компании, оказались перераспределены контрольные доли акций, продолжился поиск новых стратегий и источников финансирования.

С 2013 г., когда были объединены аптечные сети «36,6» и А.в.е, началась новая история компании. За последние три года самые громкие слияния на фармацевтическом рынке осуществляла именно она. Так, к бизнесу присоединились: Oriola-KD в 2014 г., Alliance Healthcare Russia и A5 Pharmacy Retail Limited в 2016 г. Большая часть сделок осуществлялась за счет дополнительной эмиссии акций, в результате чего была размита доля миноритариев.

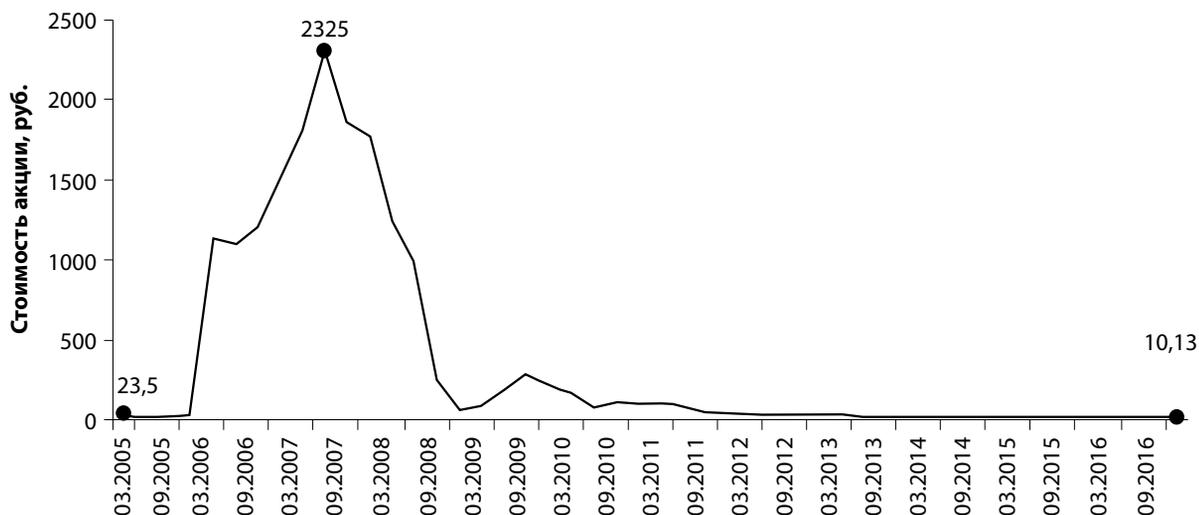
Сегодня главной проблемой компании, мешающей привлечению новых инвесторов, является ее закредитованность (совокупный финансовый

долг по итогам первого полугодия 2016 г. составил 15,841 млрд руб.) [8]. Капитализация акционерного общества увеличивается (так, в январе 2015 г. она выросла в восемь раз после дополнительной эмиссии обыкновенных акций), но в течение продолжительного времени дивиденды не выплачиваются, и компания несет убытки. Кроме того, бумаги имеют низкую ликвидность, и лишь незначительная их доля обращается на бирже (всего 6%). Отталкивает инвесторов и то, что доминирующая часть сделок заключалась без предварительного проведения конференц-связи [15]. Это является для них крайне негативным сигналом, т.к. показывает, что компания не ориентирована на привлечение потенциальных частных инвесторов.

В настоящий момент «Аптечная сеть «36,6» передала по франшизе часть своих розничных точек ООО «Фармаси», которое, появившись лишь в апреле 2016 г., уже занимает 65-ю позицию в рейтинге фармацевтических сетей России по выручке. Формально две эти компании не связаны, но 7% аптек «36,6», переданных новой организации, генерировали более 25% прибыли группы компаний «36,6». На «Фармаси» не распространяются требования кредиторов, поэтому логично предположить, что это параллельная структура ПАО «Аптечная сеть «36,6», созданная его руководством. Следует отметить, что деятельность новой аптечной сети может навредить миноритариям и поставщикам компании «36,6», поскольку наиболее прибыльная часть бизнеса теперь оказывается вне их интересов и влияния [14]. Такого рода события вкупе с высокой закредитованностью, нестабильностью деятельности компании и малым количеством находящихся в обращении акций привели к тому, что последние практически обесценились, показав колоссальное падение за последние годы (рис. 5).

Незначительные колебания не оказывают существенного влияния на общую тенденцию снижения стоимости акций, а отсутствие ликвидности и общее недоверие инвесторов к компании еще более усиливают непривлекательность ее

Рис. 5. Котировки обыкновенных акций ПАО «Аптечная сеть «36,6»



Источник: [29].

ценных бумаг в качестве объекта для вложения средств. Акции ПАО «Аптечная сеть «36,6» однозначно не могут заинтересовать осторожных и консервативных инвесторов: постоянное ущемление прав миноритариев при ухудшении общего финансового профиля, ориентация компании на выручку, а не на прибыль делают ее акции привлекательными лишь для проведения высокорискованных среднесрочных спекуляций.

### ГОСУДАРСТВЕННАЯ ПОЛИТИКА В ОТНОШЕНИИ ФАРМАЦЕВТИЧЕСКОЙ ОТРАСЛИ И ПЕРСПЕКТИВЫ ЕЕ РАЗВИТИЯ

Следует отметить, что государство оказывает существенное влияние на развитие фармацевтической сферы: будучи высокотехнологичным и социально важным направлением, фармацевтика является объектом пристального внимания со стороны официальных структур. Это обеспечивает

наличие весьма интересных перспектив для ее развития в ближайшее время. Так, на 2017 г. запланирована легализация торговли лекарствами через Интернет [18]. Это упростит деятельность тех ретейлеров («Ригла», «еАптека», «Столетов» и др.), у которых уже есть интернет-платформы и необходимая инфраструктура (службы доставки, call-центры, склады), но снизит рыночную долю консервативных игроков рынка. Продолжается внедрение системы маркировки лекарств для защиты покупателей от фальсифицированной продукции, все затраты по внедрению данной системы предположительно будут нести компании-производители [1]. Дорабатывается Федеральный закон «Об обращении медицинских изделий», который может, с одной стороны, ужесточить контроль за препаратами и повысить безопасность продукции, но с другой, способствовать увеличению издержек агентов отрасли.

Экспертный совет при Правительстве РФ объявил, что в дальнейшем госзакупки лекарств

будут осуществляться по единым для всех заказчиков предельным ценам [17]. Для развития прибыльного отечественного производства лекарственных средств важно то, что, согласно законодательству, дженерики не могут стоить дороже оригинальных препаратов [34]. Ожидается дальнейшее внедрение стандартов GMP<sup>2</sup> в отечественной индустрии с целью повышения конкурентоспособности российских препаратов на мировом рынке и замещения импортных лекарственных средств.

Хорошей новостью для розничного сектора отрасли стала информация о вероятном положительном решении относительно реализации лекарственных средств только через аптеки. Это означает, что в ближайшей перспективе пропадает один из рисков для аптечного ретейла. Более двух лет лоббировалась инициатива о реализации препаратов в супермаркетах, что могло сильно ударить по продажам розничных фармацевтических компаний, а также привести к ослаблению контроля за оборотом фармацевтической продукции [19]. Сотрудничество в рамках ЕАЭС тоже укрепляет позиции российских лекарственных препаратов. В ноябре 2016 г. вышло постановление о создании единого рынка лекарственных средств на территории Армении, Белоруссии, Казахстана, Киргизии и России; ожидается снижение издержек и формирование конкурентной среды, позволяющей нормально функционировать местным производителям.

В то же время стоит сказать, что пока реакция рынка на эти события неоднозначна: в начале 2016 г. было зафиксировано его сокращение по сравнению с аналогичным периодом 2015 г. Это произошло после достаточно длительной экспансии и может сигнализировать об ограничении возможностей для роста во всех сегментах отрасли [9]. Эксперты говорят о вероятном увеличении объема продаж лекарственных средств на 5–7% в 2017 г. Такие цифры, безусловно, не являются привлекательными для инвесторов, ожидающих

гораздо более высокой доходности от подверженного немалым рискам сектора экономики.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основе проведенного анализа можно сделать следующие выводы. Прежде всего следует отметить, что большое число сделок слияния и поглощения, проведенных за последние несколько лет, а также относительно высокая волатильность акций сильно усложняют оценку частными инвесторами финансовой привлекательности компаний, работающих на стыке медицины и торговли. Ужесточение законодательного регулирования при недостаточной инвестиционной активности государства, закрытость рынка и сокращение темпов развития отечественной фармацевтической отрасли также являются отталкивающими факторами для потенциальных инвесторов. В то же время при сохранении ориентации на импортозамещение вложения в российскую фармпромышленность могут принести значительную отдачу — в десятки и более процентов, как это часто бывает в случае с малоликвидными компаниями.

При выборе эмитентов инвесторам стоит уделить особое внимание тем из них, акции которых торгуются на Рынке инноваций и инвестиций Московской биржи: ПАО «Диод», ПАО «ИСКЧ» и ПАО «Фармсинтез». Это связано прежде всего с тем, что они включены в список перспективных и наиболее важных для государства предприятий, а значит, могут рассчитывать на получение поддержки от него. Помимо этого, в ближайшее время их прибыльность может быть обеспечена сохранением ориентации покупателей на более дешевые отечественные препараты.

В то же время дистрибьюторы и аптечные сети могут увеличить доходы инвесторов только при общем росте потребления, уровень которого напрямую зависит от общей экономической ситуации,

<sup>2</sup> Стандарты надлежащей производственной практики, направленные прежде всего на улучшение системы менеджмента качества продукции. — *Прим. авт.*

т.к. в данных сегментах наблюдается избыточная концентрированность компаний и дальнейшее расширение рынка экспертами не прогнозируется. При этом доступные для частных инвесторов

акции наиболее крупного участника данного рынка — ПАО «Аптечная сеть «36,6» — вряд ли могут рассматриваться сегодня в качестве привлекательного актива.

## ИСТОЧНИКИ

1. 7 дней за 7 минут: итоги года. — <http://www.pharmvestnik.ru/publs/farmvestnik-tv/novosti-nedeli/7-dnej-za-7-minut-itogi-goda.html#WRy-tuvyjlU>.
2. Адгамова Л.Р. Минимизация рисков дженерикового импортозамещения как основа развития фармацевтической промышленности России // Science Time. — 2015. — №6. — С. 2–3.
3. Акционеры «Протек» одобрили выплату дивидендов по итогам 9 месяцев в 7,5 руб. на акцию. — <https://mfd.ru/news/view/?id=2136849&companyld=2172>.
4. «Аптека 36.6» планирует первичное публичное размещение акций. — <http://www.finam.ru/analysis/investorquestion000010516B/default.asp>.
5. Беспалов Н., Расчупкин П. Рейтинг российских фармдистрибьюторов по итогам 1–3 кв. 2016 г. — [http://rncph.ru/news/01\\_12\\_2016](http://rncph.ru/news/01_12_2016).
6. Государственная программа «Развитие фармацевтической и медицинской промышленности» на 2013–2020 годы. — [http://minpromtorg.gov.ru/common/upload/files/docs/MinProm\\_02.06.14.pdf](http://minpromtorg.gov.ru/common/upload/files/docs/MinProm_02.06.14.pdf).
7. Группа компаний Протек. — <http://www.rbc.ru/companies/id/733>.
8. Демидова А. «Аптечная сеть 36,6» выплатила 26 млрд рублей долга в 2016 году. — <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/09/23/658198-set-366-viplatila>.
9. Дранишников М. Группа «Катрен» увеличила аптечную сеть больше чем на 10%. — <http://www.vedomosti.ru/business/articles/2016/09/26/658425-gruppa-katren>.
10. За три года число аптек в РФ увеличилось более чем в полтора раза. — <https://www.vidal.ru/novosti/5515>.
11. Костина Г. Лекарственные доказательства // Эксперт. — 2016. — №14. — С. 40–46.
12. Кругликова М. Правительство выделило 20 миллиардов рублей на субсидии производственным предприятиям. — <http://vademec.ru/news/2015/03/16/pravitelstvo-vydelilo-20-milliardov-rublej-na-subsidii-proizvodstvennym-predpriyatijam/>.
13. Кряжев Д., Добровольский Т., Хомутова А. и др. Топ200 аптечных сетей России за первое полугодие 2016 года. — [http://vademec.ru/article/top200\\_aptechnykh\\_setey\\_rossii-2016/](http://vademec.ru/article/top200_aptechnykh_setey_rossii-2016/).
14. Кряжев Д., Шамакина К. Кто управляет десятками аптек-чемпионов «36,6» в Москве. — [http://vademec.ru/article/gradus\\_kradetsya/](http://vademec.ru/article/gradus_kradetsya/).
15. Кутузов Р. «36,6» и шашь. — [http://www.vademec.ru/article/36\\_6\\_i\\_shast\\_/](http://www.vademec.ru/article/36_6_i_shast_/).
16. Кутузов Р. Нервный тикер. — [http://www.vademec.ru/article/nervnyy\\_tiker](http://www.vademec.ru/article/nervnyy_tiker).
17. Мануйлова А. Иностранцам ограничат вход. — <https://www.kommersant.ru/doc/3151393>.
18. Минздрав намерен легализовать интернет-аптеки с октября 2017 года. — <http://www.vademec.ru/news/2017/01/11/minzdrav-planiruet-legalizovat-onlayn-torgovlyu-lekarstvami-s-oktyabrya-2017-goda/>.
19. Минздрав просит прекратить разработку документа о продаже лекарств в торговых сетях. — [http://www.pharmvestnik.ru/publs/lenta/v-rossii/minzdrav-prosit-prekratitj-razrabotku-dokumenta-o-prodazhe-lekarstv-v-torgovyx-setjax.html#WRy\\_V-vyjlU](http://www.pharmvestnik.ru/publs/lenta/v-rossii/minzdrav-prosit-prekratitj-razrabotku-dokumenta-o-prodazhe-lekarstv-v-torgovyx-setjax.html#WRy_V-vyjlU).
20. ПАО «Отисифарм». — <http://www.pharmvestnik.ru/companies/750983.html#WRwhPFXyjlU>.
21. ПАО «Фармстандарт». — <https://www.finam.ru/investments/company0000100635/>.
22. Пахомов А. ГК «Протек» построит в Подмоскovie склад стоимостью 1,5 млрд рублей. — <http://www.vademec.ru/news/2016/10/28/gk-protek-postroit-v-podmoskove-sklad-stoimostyu-1-5-mlrd-rublej/>.
23. Протек, акция обыкновенная (RU000A0JQU47, PRTK). — <http://stocks.investfunds.ru/stocks/1090/>.
24. Публичное акционерное общество «Протек» и его дочерние организации. Сокращенная консолидированная промежуточная финансовая информация и отчет об обзорной проверке. — [http://www.protek-group.ru/upload/iblock/73a/otchetnost\\_msfo\\_2016.pdf](http://www.protek-group.ru/upload/iblock/73a/otchetnost_msfo_2016.pdf).
25. Решение о делистинге «Фармстандарт» будет принято 30 января 2017 года. — <http://vademec.ru/news/2016/12/21/reshenie-o-delistinge-farmstandarta-budet-prinyato-30-yanvary-2017-goda/>.
26. Требование о выкупе ценных бумаг ОАО «Акрихин». — [https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/news/newscb/Obr\\_k\\_atsioneram.pdf](https://www.nsd.ru/common/img/uploaded/files/news/newscb/Obr_k_atsioneram.pdf).
27. Три фармкомпании вошли в рейтинг ТОП-100 дорогих публичных компаний России-2015. — <http://www.pharmvestnik.ru/publs/lenta/v-rossii/tri-farmkompanii-voshli-v-rejting-top-100-dorogix-publicnyx-kompanij-rossii-2016.html#WLcaZLfh2b9>.
28. Фармацевтический рынок России. — [http://dsm.ru/docs/analytics/november\\_2016\\_pharmacy\\_analysis.pdf](http://dsm.ru/docs/analytics/november_2016_pharmacy_analysis.pdf).
29. Финан. МосБиржа акции: Аптеки36и6. — <https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/apteki-36-6>.

30. Финам. МосБиржа акции: Отисифарм. — <https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/otisifarm-ao>.
31. Финам. МосБиржа акции: Протек АО. — <https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/protek-ao>.
32. Финам. МосБиржа акции: iФармсинтз. — <https://www.finam.ru/profile/moex-akcii/farmsintez-ao>.
33. Фуфаева В. Выручка группы «Протек» выросла на 31% в первом полугодии. — <http://vademec.ru/news/2016/08/25/vyruchka-gk-protek-za-pervoe-polugodie-dostigla-110-mlrd-rublej/>.
34. Чеснокова О. ФАС доказала в суде, что дженерик должен быть дешевле оригинала. — <http://www.vademec.ru/news/2016/12/14/fas-otkazal-v-pyatikratnom-uvlichenii-tseny-na-antipsikhotik/>.
35. Янсон А. Русский неликвид: «Фармсинтез» и вечный R&D. — <http://stocks.investfunds.ru/news/90589>.
36. DSM Group представляет рейтинг фармдистрибьюторов по итогам 2015 года. — <http://www.pharmvestnik.ru/publs/lenta/obzory/dsm-group-predstavljaet-rejting-farmdistribjutorov-po-itogam-2015-goda.html#.WRx7G1XyjlU>.
37. *From Vision to Decision Pharma 2020*. — <http://www.pwc.com/gx/en/pharma-life-sciences/pharma2020/assets/pwc-pharma-success-strategies.pdf>.