

Обыкн.	ABIO RX
Реком.	ПОКУПАТЬ
Последняя цена	R99,78
Целевая цена	R123
Потенциал	23%
Свободное обрац.	24%
Капитализация	R7 406 млн.
Ст-ть предпр.	R8 280 млн.
ADT (100 дней)	R88,2 млн.
Цена на 19 декабря 2023	

Важнейшие показатели

	2022	2023о	2024о	2025о
Финансовые показатели (IFRS), R млн.				
Выручка	1 137	1 431	1 639	3 009
ЕБИТДА	164	285	393	889
Операц. приб.	111	196	296	784
Чистая прибыль	23	72	182	617
EPS (скорр.), R	0,31	0,83	2,13	6,73
Рентабельность				
по ЕБИТДА	14%	20%	24%	30%
по операц. приб.	10%	14%	18%	26%
по чист. приб.	7%	4%	10%	17%
Коэффициенты				
Цена / выручка	6,5	5,2	4,5	2,5
Ст. предпр/ЕБИТДА	50,2	29,0	22,0	10,3
Цена / прибыль	89,3	119,9	46,7	14,8
Див. доходн.	—	1,0%	0,5%	1,2%
Рост				
Выручка	-4%	26%	15%	84%
ЕБИТДА	-18%	74%	38%	126%
EPS (скорр.)	-31%	168%	156%	215%

Динамика цены акций, %

	1 мес	3 мес	6 мес	YTD
Обыкн.	0,1	-16,3	-5,5	60,8

Динамика цены акций, руб.



Источник: МосБиржа, Sber CIB Investment Research

Артген биотех Первый раз в first-in-class

Этим обзором мы начинаем аналитическое покрытие биотехнологического холдинга Артген с рекомендацией ПОКУПАТЬ и целевой ценой 123 руб. за акцию. Компания в ближайшие годы проинвестирует 4,7 млрд руб. в создание крупной производственной площадки и разработку первых в своем классе (first-in-class) препаратов и медицинских изделий. Это позволит ей к 2030 году увеличить выручку в 15 раз, ЕБИТДА – в 32,3 раза, чистую прибыль – в 102 раза. Мы выделяем следующие факторы риска: непрохождение доклинических и клинических испытаний разработок, невключение в ОМС услуги неинвазивного пренатального тестирования, а также риски, связанные с выполнением большой инвестиционной программы, и кредитный риск.

- **Масштабные инвестиции...** К 2030 году Артген инвестирует в общей сложности 4,7 млрд руб. (1 млрд на НИОКР и 3,7 млрд – капитальные вложения). Инвестиции необходимы для создания крупного производственного комплекса и прохождения всех необходимых стадий разработки.
- **... и большой портфель перспективных разработок...** Портфель включает из 18 продуктов и услуг, 15 из которых уже прошли или начали стадию ДКИ и учитываются в нашей модели. Портфель Артгена довольно хорошо диверсифицирован, он позволит компании выйти примерно на 10 рынков к 2030 году. Большая часть препаратов должна выйти на рынок и начать продаваться в 2025–2027 гг.
- **... позволяткратноувеличитьфинансовыепоказатели.** Успешный запуск на рынок этих препаратов позволит Артгену увеличить к 2030 году выручку в 15 раз по сравнению с 2023 годом, ЕБИТДА – в 32,3 раза, чистую прибыль – в 102 раза. Более высокая рентабельность first-in class препаратов (у них есть патент и отсутствует конкуренция) и снижение долговой нагрузки к 2030 году позволят повысить рентабельность по ЕБИТДА до 43%, а рентабельность по чистой прибыли – до 47%.
- **Основные риски.** Большая часть расчетной целевой цены формируется за счет портфеля перспективных разработок, поэтому самый серьезный риск – непрохождение стадий выхода на рынок разработками. Некоторые препараты довольно дорого стоят для пациентов, и для них ключевой фактор инвестиционной привлекательности – включение в программу ОМС. Кроме того, в среднесрочной перспективе операционного денежного потока Артгена будет недостаточно, чтобы финансировать масштабную инвестиционную программу, и это создает кредитные риски.

Дмитрий Трошин

Аналитик
DAITroshin@sberbank.ru

Содержание

Инвестиционный обзор	3
Краткое описание компании	3
Динамика котировок.....	3
Основные инвестиционные тезисы	3
Ключевые риски	4
Динамика котировок.....	6
Описание холдинга Артген и рынков присутствия	7
Описание компании	7
Описание рынков	10
Дочерние компании и портфель перспективных разработок	11
Описание дочерних компаний	11
Описание текущего портфеля перспективных разработок	12
Прогноз финансовых показателей	20
Инвестиционная программа.....	20
Ключевые финансовые показатели	21
Сценарный анализ.....	28
Базовый сценарий.....	28
Оптимистичный сценарий	29
Пессимистичный сценарий.....	31
Оценка.....	33

Инвестиционный обзор

Краткое описание компании

Компания была создана в 2003 году под названием Институт стволовых клеток человека (ИСКЧ). На тот момент ее основным бизнесом был Гемабанк (банк хранения стволовых клеток человека). В 2023 году компания провела ребрендинг и сменила название на Артген.

Артген – биотехнологический холдинг. Он включает бизнесы, которые находятся уже на зрелом этапе и генерируют денежный поток с высокой рентабельностью по EBITDA и высоким соотношением свободного денежного потока и EBITDA. Компании также принадлежит широко диверсифицированный портфель медицинских разработок, который включает препараты на самых разных этапах разработки – от тех, что уже недавно вышли на рынок, до препаратов на самых первых стадиях разработки.

Особенность компании – экосистемный подход к ведению бизнеса внутри холдинга, а также платформенный подход к разработке препаратов и медицинских изделий. Оба этих критерия повышают вероятность успешного выхода на рынок разрабатываемых препаратов и ускоряют прохождение этапов разработки.

Динамика котировок

В 1П23 акции Артген показали неплохую динамику, но затем начался боковой тренд, а в октябре и ноябре бумаги компании в значительной степени отступили с занятых позиций на фоне повышения ключевой ставки ЦБ. На наш взгляд, текущая ситуация благоприятна для формирования долгосрочной позиции в акциях Артгена.

Основные инвестиционные тезисы

Сформированная экосистема для развития биотехнологических стартапов и платформенный подход к разработке препаратов и медицинских изделий, а также обширная инвестиционная программа создают предпосылки для кратного увеличения ключевых финансовых показателей Артген.

- Сформированная экосистема для развития биотехнологических стартапов. Компании и команды, разрабатывающие препараты внутри периметра Артгена, могут рассчитывать на различные меры поддержки от холдинга, такие как:
 - ▶ помощь с привлечением финансирования,
 - ▶ помощь с закупкой необходимого оборудования и сырья,
 - ▶ усиление переговорных позиций,
 - ▶ технологическая поддержка при разработке препаратов и медицинских изделий в виде взаимодействия с другими командами врачей в экосистеме

На наш взгляд, такой подход не только ускоряет процесс и вероятность прохождения всех необходимых стадий разработки лекарств, но и помогает привлекать наиболее высококвалифицированных специалистов и даже целые команды. Перечисленные выше меры поддержки значительно облегчают разработку продукта и позволяют сконцентрироваться на самом технологическом процессе, а решение всех сопутствующих проблем переложить на Артген. Благодаря этому в Артген могут приходиться сторонние стартапы с интересными собственными продуктами, и их покупка будет способствовать диверсификации продуктовой линейки и повышению общей оценки бизнеса.

- Платформенный подход к разработке препаратов и медицинских изделий повышает вероятность и существенно ускоряет процесс прохождения всех необходимых стадий разработки по сравнению с

аналогами. Суть подхода заключается в том, что Артген вначале разрабатывает «базовую молекулу», на основе которой при добавлении других компонентов и с помощью различных химических реакций можно получить разные конечные продукты, применяемые для лечения разных заболеваний. Соответственно, когда первый препарат, основанный на этой «базовой молекуле», проходит какой-либо этап, значительно повышается вероятность того, что его пройдут и другие препараты, разработанные на этой же основе. Мы не учитываем этот фактор в базовом сценарии при расчете стоимости препарата, скорректированной на риск. Это значит, что фактическая оценка может оказаться выше, чем рассчитанная нами справедливая стоимость.

- Инвестиционная программа объемом 4,7 млрд руб. Описанные выше подходы к ведению бизнеса и разработке препаратов наряду с инвестированием в расширение производственных мощностей могут обеспечить рост выручки Артгена к 2030 году в 15 раз по сравнению с 2023 годом, EBITDA – в 32,3 раза, чистой прибыли – в 102 раза, свободного денежного потока – в 45,9 раза.
- Социально-демографические тренды благоприятны для Артгена. Портфель разработок Артгена включает продукты и услуги для лечения болезней, связанных с сахарным диабетом (в основном болеют люди старшего возраста), а также разработки, связанные с предиктивной медициной. Согласно комментариям первого заместителя министра здравоохранения РФ Владимира Зеленского, в ближайшие 10 лет в России увеличится количество выявляемых заболеваний. Это обусловлено прежде всего старением населения РФ (доля граждан старше трудоспособного возраста к началу 2046 года вырастет до 37,3 млн человек, или 26,9% населения против текущих 24,5%). Кроме того, расширение диспансеризации и профилактических осмотров населения позволит выявлять больше заболеваний. Дополнительными поддерживающими факторами, на наш взгляд, могут быть качественное улучшение медицины в РФ и развитие предиктивной медицины.
- Увеличение доли Артгена на рынках присутствия будет обеспечено как за счет уже существующих препаратов, так и выхода новых. В результате Артген продемонстрирует опережающие темпы роста на целевых рынках препаратов из портфеля перспективных разработок.
- Зрелые бизнесы поддержат развитие Артгена. В структуру холдинга входят Гемабанк, Репробанк и SPRS, бизнесы которых уже не требуют активных инвестиций и имеют высокую рентабельность по EBITDA (21-55%) при высоком коэффициенте «свободный денежный поток/EBITDA» (107-149%). Благодаря этому Артген сможет профинансировать часть инвестиционной программы, а в дальнейшем – снизить накопленную долговую нагрузку.
- Дополнительный потенциал роста за счет перехода разрабатываемых препаратов на следующую стадию. Согласно нашим прогнозам, в случае перехода всех препаратов на следующую стадию испытаний (что ожидается в ближайшие 2-3 года) справедливая стоимость Артгена повысится на 18,7%.

Ключевые риски

- Более медленные темпы разработки препаратов могут помешать раскрытию справедливой стоимости Артгена, поскольку тогда компания будет получать денежные потоки позже, чем предполагает наш текущий сценарий, заложенный в модель. Если препараты будут проходить оставшиеся стадии разработки дольше, чем ожидается, оценка Артгена будет снижаться.
- Большая инвестиционная программа. Артген входит в активную инвестиционную фазу в связи с расширением производственных мощностей и закупкой оборудования (мы оцениваем суммарные инвестиции в 3,4 млрд руб.). Кроме того, продолжаются расходы на НИОКР для запуска на рынок новых продуктов (большая часть препаратов находится на стадии ДКИ, и по ним основные расходы на НИОКР еще впереди). Пик инвестиций Артген придется на 2024–2027 гг., когда среднегодовые затраты на НИОКР составят 272 млн руб., капитальные вложения – 568 млн руб. а свободный денежный поток от зрелых бизнесов – лишь 477 млн руб.

- Часть инвестиционной программы может сгенерировать отрицательную чистую приведенную стоимость, если соответствующие препараты не пройдут на следующую стадию разработки. В таком случае все потраченные на предыдущих стадиях разработки средства не принесут никакой дополнительной стоимости. Согласно нашей модели, основную часть стоимости Артгена в рамках портфеля перспективных разработок обеспечивают такие препараты, как Бетувакс и все препараты платформы Неоваскулген. Если какой-либо из этих препаратов не выйдет на рынок, это существенно снизит справедливую стоимость компании.
- Возможно увеличение долговой нагрузки и риск ликвидности. Согласно нашим прогнозам, помимо собственных средств и генерируемого денежного потока, в 2024–2025 гг. компании понадобится дополнительно привлечь 620 млн руб. долгового финансирования. Соотношение «чистый долг (вкл. лизинг)/скорректированная EBITDA» к 2024 году достигнет пика и составит 2,3, а затем начнет снижаться и достигнет комфортного уровня 0,4 уже к 2026 году. Однако любая существенная отсрочка с выходом препаратов на рынок или неудача при прохождении очередной стадии разработки будет резко повышать кредитные риски Артгена.
- Разработка препаратов может потребовать больше ресурсов, чем заявляет компания. Наш анализ показывает, что прогнозы расходов на НИОКР у Артгена находятся у нижних границ оценки средних затрат по рынку. Компания обосновывает это тем, что применяет платформенный подход к разработке и экосистемный подход к ведению бизнеса. В наш базовый сценарий заложен прогноз затрат на НИОКР, близкий к оценкам компании. Следовательно, возможное увеличение этих расходов может снизить справедливую стоимость.
- Дополнительный риск – невключение одного из сервисов Генетико в программу ОМС. На данный момент неинвазивное пренатальное тестирование (НИПТ) не входит в полис ОМС, что не позволяет Генетико полностью раскрыть потенциал своего сервиса. Компания активно лоббирует включение НИПТ в ОМС. Она ожидает, что в 2025 году эту процедуру включат в ОМС, и это позволит увеличить объемы тестирования примерно в 10 раз. В базовом сценарии мы консервативно оцениваем вероятность этого события в 50%. Генетико вносит существенную долю в оценку справедливой стоимости Артгена. Если НИПТ не будет включено в ОМС, оценка Артгена снизится на соответствующую величину.
- Информация, предоставляемая компанией, может не соответствовать реальности. В нашей модели мы учитываем целый ряд предпосылок, которые не можем проверить и которые влияют на оценку. В частности, это:
 - ▶ предположительные сроки выхода на рынок разрабатываемой продукции,
 - ▶ сроки патентов на разработки,
 - ▶ текущие этапы разработки,
 - ▶ целевая доля рынков разработок.

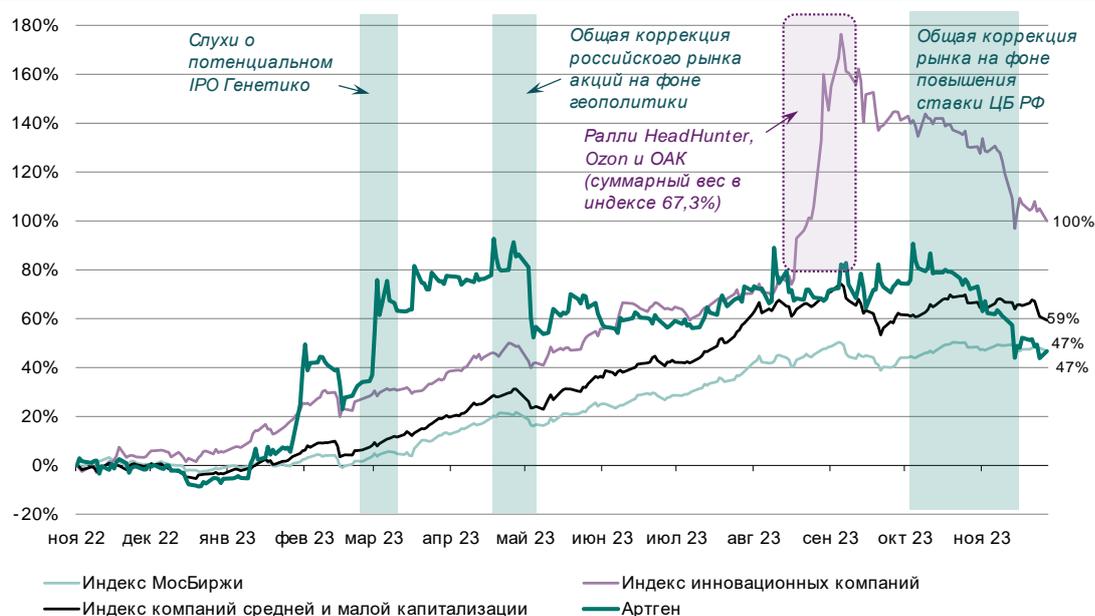
Несоответствие информации реальному положению дел может негативно повлиять на оценку справедливой стоимости

Динамика котировок

Динамика котировок Артгена большую часть 2023 года была лучше, чем у широкого индекса МосБиржи и индекса компаний средней и малой капитализации. В результате резкого ужесточения ДКП в октябре и ноябре акции компании заметно отставала от обоих индексов. Мы считаем это оправданным, так как большая часть стоимости Артгена формируется за счет потенциальных проектов и будущих денежных потоков в отдаленной перспективе. Таким образом, при ужесточении монетарной политики и повышении безрисковой ставки котировки Артгена реагируют заметнее, чем индексы широкого рынка и компаний средней и малой капитализации.

Сравнение динамики акций Артгена с индексом инновационных компаний, на наш взгляд, нерелевантно. В августе наблюдалось сильное ралли в акциях трех компаний (HeadHunter, Ozon и OAK), суммарный вес которых в этом индексе составляет 67,3%. Бизнес-модели этих компаний принципиально другие, чем у Артгена. При этом динамика индекса инновационных компаний в октябре и ноябре полностью коррелирует с котировками Артгена.

Динамика котировок Артгена, индекса МосБиржи и индексов отдельных секторов



Примечание: в индекс инновационных компаний входит 11 компаний – Артген (вес 3%), Генетико (0,92%), Гемабанк (0,25%), HeadHunter (14,3%), Фармсинтез (1,2%), Наука (0,64%), Наука-Связь (0,34%), Группа Позитив (23,4%), QIWI (23,9%), OAK (29,2%), Whoosh (2,9%)

Источник: Московская биржа, SberCIB Investment Research

Описание холдинга Артген и рынков присутствия

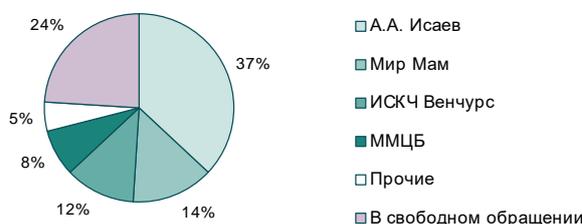
Описание компании

Артген – биотехнологический холдинг. Ему принадлежат зрелые компании, которые генерируют денежные потоки с высокой рентабельностью по EBITDA и коэффициентом cash-conversion (свободный денежный поток/EBITDA), а также диверсифицированный портфель медицинских разработок, включающий препараты на самых разных этапах (как недавно вышедшие на рынок, так и находящиеся на начальных стадиях разработки).

Артген был создан в рамках ребрендинга института стволовых клеток человека (ИСКЧ).

Основные акционеры Артгена – его основатель Артур Александрович Исаев, принадлежащая ему на 100% компания Мир Мам, а также ИСКЧ Венчурс и ММЦБ (компании холдинга). Таким образом, более 50% капитала Артгена принадлежит его основателю, который имеет прямой контроль. Доля акций в свободном обращении составляет 24%.

Структура акционерного капитала



Примечание: По состоянию на 30 июня 2023 г.

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Холдингу принадлежит множество дочерних компаний и ассоциированных обществ. В рамках нашего исследования мы разделяем их на следующие сегменты:

- **Самостоятельные компании, в том числе:**
 - ▶ **Зрелые компании** – Гемабанк, Репробанк и Витацел (SPRS-терапия). Это компании со стабильным положительным денежным потоком, с высокой рентабельностью по EBITDA и высоким коэффициентом cash-conversion
 - ▶ **Развивающиеся компании** – Генетико. На данный момент ее услуги не включены в программу ОМС, из-за чего компания убыточна на уровне EBITDA (рентабельность минус 13% по итогам 2022 года). Однако после включения в ОМС (Генетико ожидает, что это произойдет в 2025 году) объем предоставляемых услуг может вырасти в 10 раз, а рентабельность может достичь 52% к 2030 году за счет позитивного эффекта операционного рычага.
- Портфель разработок включает системы тестирования, препараты и медицинские изделия. Эти продукты разрабатываются дочерними компаниями и ассоциированными обществами Артгена.

Текущая структура холдинга – доли Артген в дочерних и ассоциированных компаниях

Самостоятельные компании		Портфель перспективных разработок, дочерние общества и ассоциированные компании					
Зрелые компании		РБТ и Бетусфера 83,0%		Некстген 90,0%		Гистографт 57,7%	
 Гемабанк Банк стволовых клеток	81,6%	Бетувакс- КоВ-2	Тетрафлюбет 42,9%	Неоваскулген ИНК	Неоваскулген СДС	Гистографт	Хено- Bone
 Репробанк Банк репродуктивных тканей	85,2%	Комби 5V	Бетусфера 42,9%	Неоваскулген Цистит	Неоваскулген Алопеция	Inject- Bone	Inject- Soft
 SPRS	60,0%	РБТ-402 42,9%	РБТ-501 42,9%	Неоваскулген Травмы нервов		3D- Bone	Cover- Bone
Развивающиеся компании							
 Genetico Сеть медицинских центров	78,7%	Прочее: Зарубежные патенты – 80% Генотаргет – 32%					

ИНК – ишемия нижних конечностей

СДС – синдром диабетической стопы

Источник: компания, SberCIB Investment Research

ИСТОРИЯ КОМПАНИИ

Основные события

2003	Российский биотехнологический холдинг был основан в 2003 году, тогда же был запущен первый проект – Гемабанк.
2009	В декабре 2009 года компания провела IPO на ММВБ, в рамках которого было привлечено 142,5 млн руб. при увеличении уставного капитала на 20%.
2010	ИСКЧ получил от Росздравнадзора РФ разрешение на технологию для коррекции кожи, названную SPRS.
2011	Приобретен контрольный пакет акций российской медицинской компании «Крионикс». Артген совместно с Криониксом участвовал в проекте «СинБио».
2012	Создана дочерняя компания ЦГРМ Генетико с целью исследования и внедрения в практическое здравоохранение РФ современных технологий генетических исследований, генетической диагностики и репродуктивной генетики Внедрение препарата Неоваскулген.
2013	Основан Репробанк.
2014-2020	Активная работа над расширением портфеля перспективных разработок.
2020	Разработаны и зарегистрированы тест-системы для выявления протективного иммунитета к коронавирусу SARS COVID-19. ИСКЧ приобрел 51% стартапа «Развитие БиоТехнологий» – разработчика вакцин от ВПЧ.
2022	ИСКЧ получает контрольный пакет в компании «Гистографт».
2023	25 апреля 2023 года Генетико провела IPO на Московской бирже. Pre-IPO РБТ весной 2023 года 18 июля 2023 года холдинг сменил название на Артген биотех.

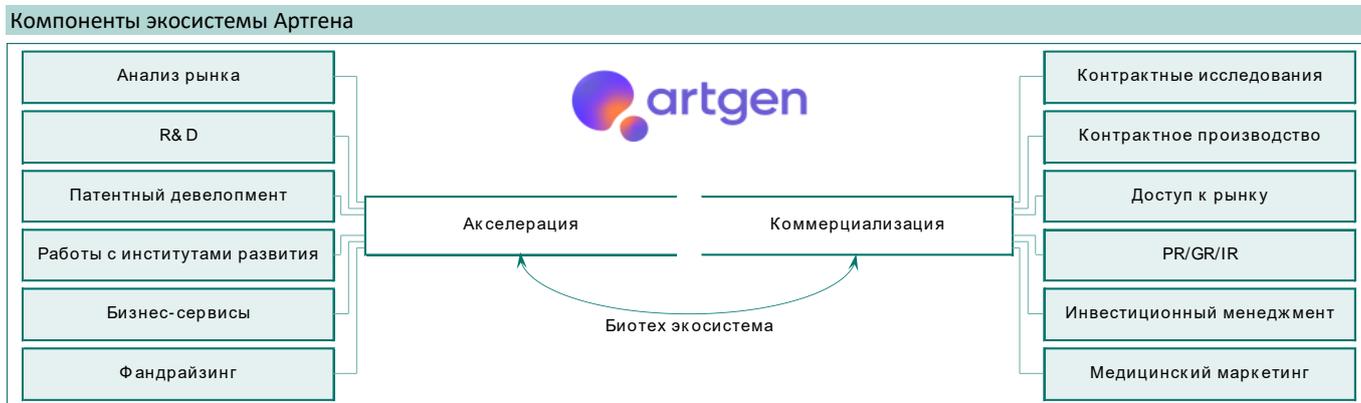
Источник: компания, SberCIB Investment Research

ЭКОСИСТЕМНЫЙ ПОДХОД К ВЕДЕНИЮ БИЗНЕСА

Отрасль биотехнологий и биотех-компании успешно развиваются, если в экономике созданы условия и есть соответствующая отраслевая инфраструктура и экосистема.

В России за последние годы было создано несколько институтов развития и построена часть такой экосистемы, однако многих элементов инфраструктуры пока недостаточно для успешного развития биотехнологического сектора. Как правило, для эффективного развития биотех-стартапам необходимо сотрудничество со специализированными компаниями, у которых есть необходимая экспертиза и компетенции. В числе таких компаний контрактные исследовательские организации, патентные компании, контрактные производственные организации, инвестбанки и другие.

Компания Артген развивает внутреннюю экосистему для акселерации биотех-компаний группы и коммерциализации разработок. Через эту экосистему в компании холдинга транслируется уникальная экспертиза: научная, регуляторная, исследовательская, медицинская, производственная, патентная, маркетинговая, инвестиционная. Биотех-экосистема Артгена повышает вероятность успеха и скорость внедрения разработок, а также является самостоятельным источником создания стоимости и роста капитала.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

ПЛАТФОРМЕННЫЙ ПОДХОД К РАЗРАБОТКЕ

Команды ученых Артген в настоящее время разрабатывают 3 платформенных решения, а в их рамках – 18 продуктов¹. Платформенные решения позволяют ускорить прохождение этапов разработки препаратов и увеличивают вероятность их выхода на рынок.

Суть подхода заключается в разработке базового изделия, например, молекулы препарата. Затем на ее основе формируются конечные продукты путем добавления различных модификаций, в том числе химических. Когда первый препарат, основанный на этой «базовой молекуле», проходит какой-либо этап, значительно повышается вероятность того, что его пройдут и другие препараты, разработанные на этой же основе. Таким образом начальные затраты на «общую платформу» существенно увеличивают вероятность и скорость прохождения всех этапов разработки для широкого спектра медицинских изделий.

Платформенные решения Артгена

РБТ + Бетувакс	Некстген	Гистографт
<ol style="list-style-type: none"> 1. Бетувакс-Ков-2 2. Тетрафлюбет 3. Комби 5V 4. Бетусфера 5. РБТ-402 6. РБТ-501 <p>Платформа для разработки рекомбинантных белковых вакцин на основе корпускулярного адьюванта. Использование адьюванта для вакцин на основе бетулина позволяет увеличить иммуногенность (эффективность, протективность), скорость развития и продолжительность иммунного ответа, оптимизировать дозу антигена, а также предотвращает конкуренцию антигенов в комбинированных вакцинах.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Неоваскулген – ХИНК 2. Неоваскулген – СДС 3. Неоваскулген – Цистит 4. Неоваскулген – Алопеция 5. Неоваскулген – травмы периферических нервов <p>Генотерапевтические препараты на основе рекомбинантной плазмидной ДНК стимулируют образование и рост коллатеральных сосудов. Области показаний — лечение состояний, где требуется развитие коллатерального кровообращения.</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Гистографт 2. Xeno-Bone 3. Inject-Bone 4. Inject-Soft 5. 3D-Bone 6. Cover-Bone 7. Supl-Bone <p>Генактивированные материалы в различных формах и исполнениях (гранулы, гели, мембраны, персонализированные имплантаты), состоящие из биосовместимых материалов и молекул нуклеиновых кислот — «матриц» для временного синтеза терапевтического белка, показанные для регенерации различных тканей.</p>

Источник: компания, SberCIB Investment Research

¹ Существует еще 2 продукта, один из которых разрабатывается вне рамок платформы (Генотаргет), а второй (ART-101) – в рамках платформы Некстген. Последний не учитывается нами в модели, так как разработка ведется для рынка США, где его коммерциализация, на наш взгляд, маловероятна

Описание рынков

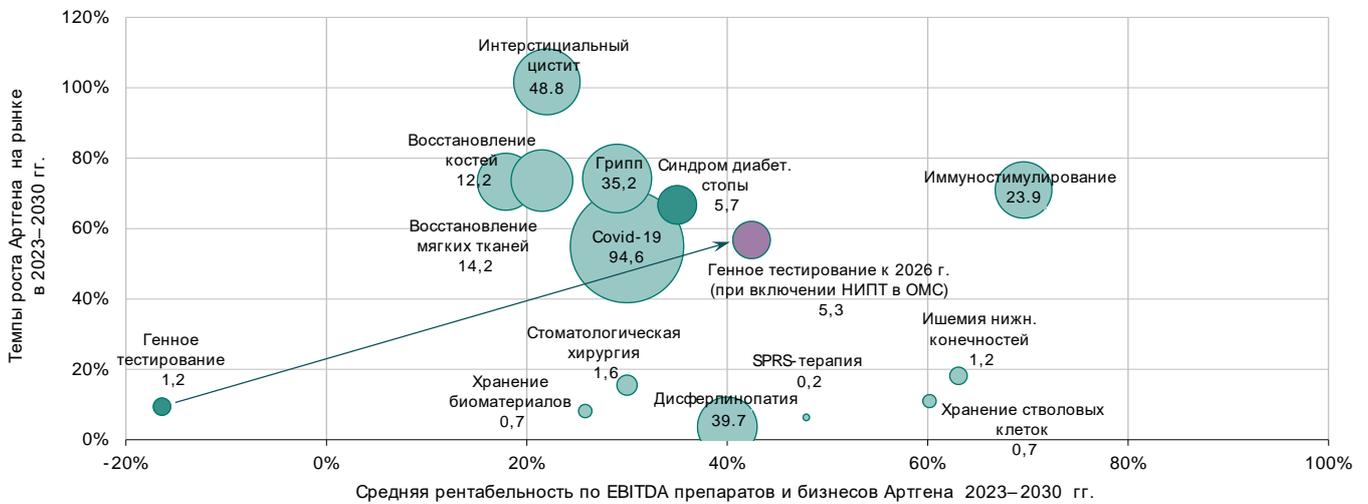
Разработки и существующие бизнесы Артгена открывают холдингу путь на множество рынков с различными объемами. К 2030 году, при успешном выходе на рынок всех разрабатываемых препаратов на рынок, Артген будет представлен на 15 рынках.

Самые крупные потенциальные рынки для Артгена – это рынки вакцин от гриппа и Covid-19, однако из-за большой конкуренции доля холдинга здесь будет незначительной. Еще один из крупнейших потенциальных рынков – препараты для лечения интерстициального цистита. Тем не менее из-за инновационности метода лечения мы консервативно закладываем в прогноз незначительную долю компании на этом рынке. Единственный крупный рынок, где Артген сможет занять существенную долю, – это рынок препаратов для лечения дисферлинопатии.

Самые высокие темпы роста Артген сможет продемонстрировать на рынках препаратов для иммуностимулирования, восстановления костей и мягких тканей, а также лечения интерстициального цистита и гриппа

Наибольшую рентабельность (по EBITDA) бизнесы Артгена получают в таких сегментах, как лечение критической и хронической ишемии нижних конечностей, препараты для иммуностимулирования, а также SPRS-терапия и хранение стволовых клеток человека.

Размер рынков присутствия Артгена, млрд руб.



Примечание: Площадь круга соответствует размеру белого рынка, в центре круга указаны темпы роста препаратов Артгена на этом рынке и рентабельность бизнеса по EBITDA Артгена на этом рынке.
 Источник: СММ, компания, SberCIB Investment Research

Предполагаемые доли Артгена на рынках присутствия к 2030 году



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Дочерние компании и портфель перспективных разработок

Описание дочерних компаний

Подробная информация о дочерних компаниях					
	Описание деятельности	Виды услуг	Объем рынка в 2023 г., млн руб.	Конкуренция	Доля рынка
Гемабанк	Крупнейший лицензированный банк персонального хранения стволовых клеток пуповинной крови в России и Восточной Европе, лидер российского рынка, соответствует требованиям международных стандартов GMP. Гемабанк предоставляет услуги персонального хранения стволовых клеток с 2003 года, это один из первых банков стволовых клеток, предлагающих услугу биострахования.	1) Персональное хранение ГСК пуповинной крови 2) Персональное хранение мезенхимальных стволовых клеток 3) Гемаскрин	723	1) КриоЦентр 2) Покровский БСК 3) БСК ГК "Мать и Дитя" 4) ООО "Транс-Технологии"	43%
Репробанк	Подразделение Института стволовых клеток человека (ИСКЧ), который лидирует в сфере биострахования с 2003 года. В криобанке ИСКЧ хранится более 25 000 образцов – это крупнейшее криохранилище в России и Восточной Европе. В распоряжении Репробанка современная лицензированная лаборатория, построенная в соответствии со стандартами GLP. За три года работы Репробанк стал крупнейшим банком донорской спермы в России, а также банком персонального хранения спермы и яйцеклеток.	1) Хранение репродуктивного материала от 1 года до 10 лет 2) Сохранение спермы в целях биострахования 3) Сохранение яйцеклеток в целях биострахования 4) Сохранение эмбрионов с целью биострахования с проведением стимуляции суперовуляции 5) Прочие услуги	725	1) ВЕСП 2) Кривоцит 3) IVF Bank	30%
Генетико	Один из крупнейших лабораторно-производственных комплексов международного уровня в России, построенный по стандартам GLP. Оказывает широкий спектр медико-генетических услуг как для врачей, так и для пациентов. В состав ЦГРМ «Генетико» входят собственные медико-генетическая и биоинформатическая службы.	1) Исследование генома и экзоста 2) Генетическое профилирование опухолей 3) Неинвазивные пренатальные исследования 4) Биоинформатика для медицинских и научных исследований 5) Преимплантационные исследования	1 205	1) ООО "Геномед" 2) ООО "Проген" 3) ООО "Медикал Геномекс" 4) ООО "Эвоген" 5) ООО "Ферст Генетикс"	Около 50%
SPRS	Сервисы для медицинских центров по использованию медицинской технологии аутологичных дермальных фибробластов для коррекции возрастных и рубцовых дефектов кожи. Продукт уникален на мировом рынке. Аналог пыталась вывести на рынок американская компания Fibrocell.	1) SPRS-терапия 2) Паспорт кожи 3) SPRG	200	Прямых конкурентов нет	Около 100%

Источник: СМИ, компания, SberCIB Investment Research

Ключевые финансовые показатели и оценка стоимости дочерних компаний									
	Выручка 2023, млн руб.	Рентаб. по EBITDA 2023	СДП в % от EBITDA 2023	Темпы роста выручки в 2023-2030	Сред. рентаб. по EBITDA в 2023-2030	Сред. СДП в % от EBITDA в 2023-2030	Оценка по EV, млн руб.	Доля Артгена	EV Артгена, млн руб.
Гемабанк	307	55%	149%	11%	60%	141%	2 805	81,6%	2 289
Репробанк	217	21%	140%	8%	26%	132%	783	85,2%	667
SPRS	59	46%	107%	6%	48%	107%	268	60,0%	161
Генетико	312	-18%	Денежный отток больше убытка по EBITDA	57%	42%	68%	5 108	78,7%	4 020

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Гемабанк, Репробанк и SPRS на данный момент генерируют более 90% положительного денежного потока Артгена. Гемабанк – наиболее крупный бизнес с положительной рентабельностью по EBITDA. У него самая высокая рентабельность и коэффициент cash conversion («свободный денежный поток/EBITDA»). Денежный поток превосходит EBITDA за счет платежей за хранение стволовых клеток пуповинной крови, которые поступают сразу в полном размере за весь законтрактованный период хранения, однако в рамках МСФО признаются в выручке равномерно в течение всего срока хранения.

Описание текущего портфеля перспективных разработок

ОПИСАНИЕ НИОКР и их СТАДИЙ

Типичный процесс разработки препарата включает 10 стадий. В среднем длительность разработки составляет от 10 до 30 лет и стоит от 120 млн руб. до 900 млн руб.

Артген инвестирует значительные средства в доклинические (ДКИ) и клинические исследования (КИ) только при соответствии проектов следующим критериям:

- успешные результаты апробации концепции,
- наличие национальной либо международной патентной защиты,
- наличие патентной чистоты.

Компания концентрируется на разработке препаратов и медицинских изделий, и в меньшей степени – на разработке сервисов, поскольку у первых долгосрочный денежный поток лучше защищен от конкуренции благодаря патентной защите, технологическим и регуляторным барьерам, а также сложному процессу создания производства.

Компания отдает приоритет разработкам, которые могут пройти все этапы в ускоренном режиме, что сократит время до получения регистрационного удостоверения (РУ) и уменьшит объем инвестиций. Как правило, это разработки, направленные на лечение социально значимых заболеваний с большим числом пациентов.

Артген разрабатывает препараты и медицинские изделия, направленные на лечение бесплодия, увеличение рождаемости, профилактику генетических, онкологических и вирусных заболеваний (вакцины). Она также разрабатывает первые в своем классе препараты для борьбы с заболеваниями, которые в настоящее время либо не лечатся, либо их лечение не приносит удовлетворительного результата.

Схема НИОКР по стадиям



Источник: компания, SberCIB Investment Research

ТЕКУЩИЕ СТАДИИ РАЗРАБОТКИ И ПРЕДПОЛАГАЕМЫЙ ГРАФИК ВЫХОДА НА РЫНОК ПО ПОРТФЕЛЮ ПРЕПАРАТОВ И МЕДИЦИНСКИХ ИЗДЕЛИЙ КОМПАНИИ

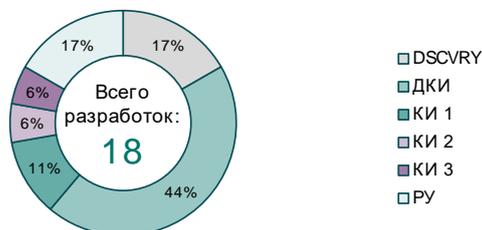
Большая часть препаратов и медицинских изделий находится на стадиях ДКИ, что оказывает давление на оценку Артген. Этим разработкам еще только предстоит пройти самый затратный этап расходов на НИОКР – клинические испытания. При этом вероятность выхода на рынок препаратов на стадии ДКИ довольно низкая. В результате ближайшие по времени денежные потоки – это отрицательные потоки из-за расходов на НИОКР, тогда как положительные потоки после выхода на рынок и старта продаж ожидаются в отдаленном будущем.

Однако такая ситуация создает дополнительный потенциал роста справедливой стоимости Артген, так как при прохождении каждой стадии оценка препарата будет увеличиваться.

Наиболее близкие к выходу (до 2026 года, по данным компании) на рынок разработки в портфеле:

- генная терапия (расширение показаний по препарату неоваскулген),
- вакцины от гриппа и COVID: тетрафлюбет и бетувак,
- ген-активированные матрицы для лечения костей и мягкой ткани – гистографт.

Портфель текущих разработок по стадиям



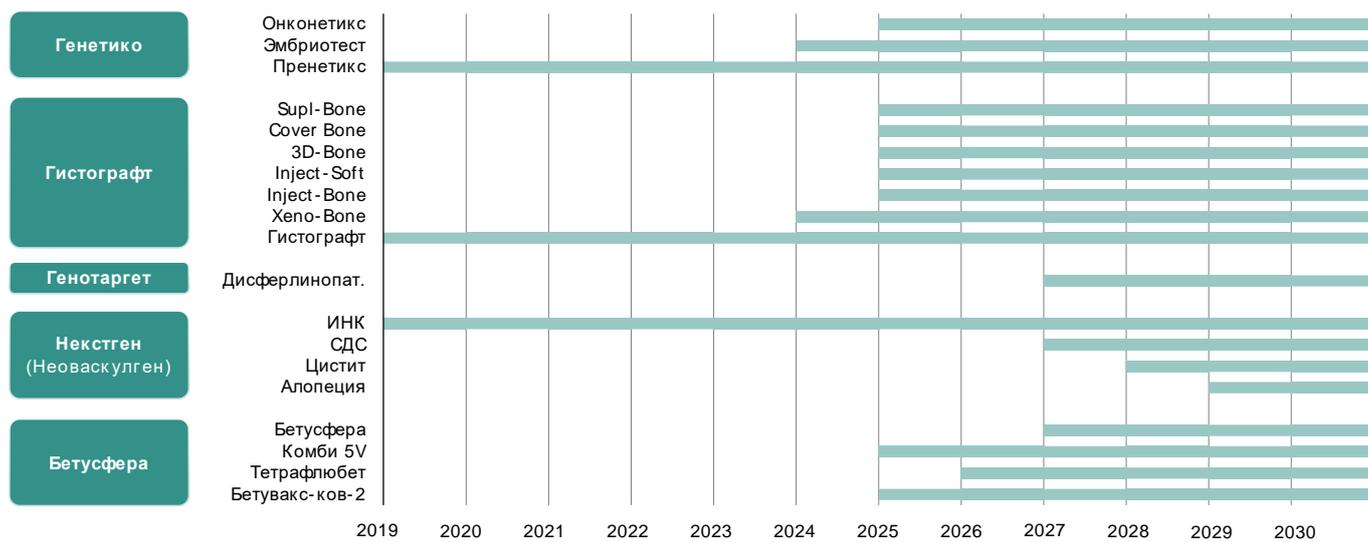
DSCVRY – эта стадия включает разработку научной идеи, создание прототипа/молекулы, доказательство концепции, патентование, создание первых прототипов
 Источник: компания, SberCIB Investment Research

Текущие стадии разработки



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Предполагаемый график выхода на рынок



Источник: компания, SberCIB Investment Research

ПОРТФЕЛЬ ПРЕПАРАТОВ

Информация по портфелю разработок – препараты						
Препарат	Применение	Краткое описание	Объем рынка в 2023 г., млрд руб.	Объем рынка в 2023 г., тыс. пациентов	Конкуренция	Потенц. Доля рынка
Бетувакс-ков-2	Covid-19	Вакцина для профилактики Covid-19. Препарат обладает высоким профилем безопасности при высокой эффективности. Не содержит вирусных генов.	94,6	42 000	Конкуренты-препараты: Спутник V, Спутник Лайт, Аврора, КовиВак	4%
Тетрафлюбет	Грипп	Четырехвалентная вакцина для профилактики сезонного гриппа. Содержит антигены против 4 штаммов гриппа. Препарат обладает высокой иммуногенностью и несет меньшую антигенную нагрузку (что вызывает меньше побочных эффектов и аллергических реакций)	35,2	77 503	Конкуренты-препараты: Совигрипп, Ультрикс, Гриппол, Инфлювак, Флю-М	4%
Комби 5V (Нацимбио)	Грипп + Covid-19	Комбинированная вакцина для профилактики сезонных вирусных инфекций (грипп и COVID-19). Несет преимущества обеих вакцин, позволяет одним уколом защитить от обоих заболеваний, что сокращает вакцинационную нагрузку.	129,8	119 503	Прямых конкурентов нет	5%
Бетусфера	Иммуностимулятор	Инновационный иммуностимулятор на основе платформы "Бетусфера". Препарат усиливает активность иммунной системы для борьбы с острыми вирусными инфекциями	23,9	36 000*	Конкуренты-препараты: Циклоферон, полиоксидоний, гриппферон, виферон	5%
РБТ-402	ВПЧ	Рекомбинантная вакцина против вируса папилломы человека. Планируется использовать препарат для профилактики заболеваний, вызываемых ВПЧ.	–	–	Конкуренты-препараты: церварикс, гардасил	7%
РБТ-501	Аллерговакцина	Планируется, что вакцина будет использоваться при АСИТ-терапии для изменения реакции иммунной системы человека на воздействие аллергена.	–	–	Конкуренты-препараты: сталораль, антиполлин	5%
Неоваскулген (ишемия нижних конечностей)	Ишемия нижних конечностей	Неоваскулген стимулирует выработку новых сосудов микроциркуляторного русла в месте введения препарата, что приводит к улучшению кровоснабжения ишемизированных мышц и позволяет восстановить их функцию, а также избежать ампутации пораженной конечности.	1,2	8,6	Конкуренты-препараты: МНН пентоксифиллин, МНН цилостазол, МНН сулодексид Конкурирующие методы лечения: артериальные реконструкции, эндоваскулярные операции	67%
Неоваскулген (синдром диабетической стопы)	Синдром диабетической стопы	Стимулирует разрастание сосудов микроциркуляторного русла, что ведет к уменьшению или устранению ишемии местных тканей, позволяя образовавшемуся трофическому дефекту (язве) закрыться.	5,7	40,0	Конкуренты-препараты: пентоксифиллин, антибиотики Конкурирующие методы лечения: шунтирование, реконструкция артерий, радикальное дренирование	60%
Неоваскулген (интерстициальный цистит)	Интерстициальный цистит	Введение препарата в клетки стенки мочевого пузыря стимулирует разрастание сосудов микроциркуляторного русла, что приводит к восстановлению структуры и функции стенки мочевого пузыря и препятствует дальнейшему сокращению его объема.	48,8	688	Конкуренты-препараты: гидроксизин, амитриптилин, пентозан полисульфат Конкурирующие методы лечения: крестцовая нейромодуляция, трансуретральная резекция, лазерная фотодинамическая терапия	5%
Неоваскулген (андрогенная алопеция)	Андрогенная алопеция (облысение)	Введение препарата в клетки кожи головы стимулирует разрастание сосудов микроциркуляторного русла, что приводит к восстановлению питания волосяных фолликулов и, как следствие, восстановлению волосяного покрова	11,7	78,8	Конкуренты-препараты: финасерид, миноксидил, спиронолактон Конкурирующие методы лечения: иглофлексотерапия, мезотерапия, лазерная терапия, электрофорез, озонотерапия	15%
Неоваскулген (травмы периферических нервов)	Травмы периферических нервов	Стимулирует разрастание сосудов микроциркуляторного русла, что приводит к восстановлению питания нерва, ускоряя процессы его восстановления.	–	–	Конкурирующие методы лечения: нейрохирургия, физиотерапия, ЛФК	5-10%
Препарат от дисферлинопатии	Дисферлинопатия – мышечная дистрофия	Индукцирует синтез белка дисферлина, который участвует в восстановлении мембраны мышечных клеток, отсутствующей у пациентов. Это должно замедлить разрушение, некроз и воспаление в мышечной ткани.	39,7	35 чел.	Конкуренты-препараты: прямых конкурентов нет Косвенные конкуренты – ритуксимаб, ресоларис Симптоматическое лечение: токоферола ацетат, грандаксин, кудесан Конкурирующие методы лечения - лечебный массаж, физиотерапия, введение витаминов В1, кортикостероидов, АТФ	100%

* Количество упаковок, проданных в 2023 году.

Источник: СМИ, компания, SberCIB Investment Research

Ключевые финансовые показатели и оценка стоимости портфеля разработок – препараты

Препарат	Выручка к 2030 году	Прогноз года запуска	Срок действия патента	Целевая		Оценка по EV	Стадия разработки	Вероятность выхода на рынок	Оценка по EV с учетом рискового коэф.	Скорр. на риск расходы на НИОКР	Доля Артгена	Оценка по EV с учетом рискового коэф. И доли Артгена
				рентаб. по EBITDA в теч. патента	рентаб. по EBITDA после патента							
Бетувас-ков-2	1 314	2025	2040	45%	25%	1 477	PV	83,2%	1 229	160	83,0%	887
Тетрафлюбет	962	2026	2039	50%	25%	1 377	КИ 3	55,1%	759	108	42,9%	279
Комби 5V (Нацимбио)	1 472	2025	2042	70%	70%	3 001	КИ 1	23,5%	704	0	83,0%	584
Бетусфера	1 219	2027	2032	28%	25%	967	ДКИ	8,6%	83	98	42,9%	-6
РБТ-402	–	–	–	–	–	–	DSCVRY	–	–	–	–	–
РБТ-501	–	–	–	–	–	–	DSCVRY	–	–	–	–	–
Неоваскулген (ишемия нижних конечностей)	1 163	В рынке	2032	70%	25%	2 980	Рынок	100,0%	2 980	0	90,0%	2 682
Неоваскулген (синдром диабетической стопы)	2 916	2027	2035	50%	25%	3 776	КИ 2	30,0%	1 132	77	90,0%	950
Неоваскулген (интерстициальный цистит)	2 903	2028	Нет данных	50%	25%	5 981	КИ 1	23,5%	1 403	76	90,0%	1 194
Неоваскулген (андроенная алопеция)	492	2029	Нет данных	50%	25%	–	DSCVRY	–	–	–	–	–
Неоваскулген (травмы периферических нервов)	–	–	–	–	–	–	DSCVRY	–	–	–	–	–
Дисферлинопатия	1 645	2027	2032	50%	50%	2 837	ДКИ	8,6%	244	43	32,0%	64

Источник: компания, SberCIB Investment Research

ПОРТФЕЛЬ МЕДИЦИНСКИХ ИЗДЕЛИЙ

Информация по портфелю разработок – медицинские изделия							
	Препарат	Применение	Краткое описание	Объем рынка в 2023 г., млрд руб.	Объем рынка в 2023 г., тыс. случаев/ операций	Конкуренция	Потенц. доля рынка
Гистографт	Гистографт	Костнопластические операции	Первый в классе ген-активированный материал на основе гранул ОКФ для регенерации костной ткани.	1,6	234	Конкурененты-препараты: Bio-oss, Easy Graft Classic, Cerabone, Биол-ост Конкурирующие методы лечения: нет информации	10%
	Хепо-Bone	Заболевания костной ткани	За счет различных гранул механически заполняет дефект костной ткани, стимулирует формирование новых сосудов в зоне регенерации, критически значимых для полного и быстрого образования костной ткани. Постепенно изделие полностью рассасывается, замещаясь собственной костной тканью пациента.	1,4	234	Конкурененты-препараты: A-Oss, Bio-oss, Easy Graft Classic, Cerabone, Биол-ост Конкурирующие методы лечения: нет информации	5%
	Inject -Bone	Заболевания костной ткани	За счет гранул гидрогелевого матрикса на основе гиалуроновой кислоты стимулирует регенерацию тканей кожи, стимулирует формирование новых сосудов в зоне нанесения геля.	1,4	234	Конкурененты-препараты: Bio-Oss Pen, Maxresorb inject Конкурирующие методы лечения: нет информации	5%
	Inject -Soft	Синдром диабетической стопы, ожоги, трофические язвы	За счет гранул гидрогелевого матрикса на основе гиалуроновой кислоты стимулирует регенерацию тканей кожи, стимулирует формирование новых сосудов в зоне нанесения геля.	14,2	1 338	Конкурененты-препараты: Коллост, Эмалан гель Конкурирующие методы лечения: нет информации	5%
	3D-Bone	Реконструктивные операции на костях скелета	За счет матрикса, изготовленного 3D-печатью, замещает утраченный сегмент кости, способен нести механическую нагрузку и временно восполнять функцию поврежденной кости. Стимулирует формирование новых сосудов. Постепенно полностью рассасывается.	7,7	243	Конкурененты-препараты: Geistlich Fibro-Gide, Фрезерованные блоки Конкурирующие методы лечения: нет информации	5%
	Cover Bone	Реконструктивные операции на костях скелета	Обеспечивает механическое удержание гранул остеопластических материалов в зоне костной пластики, предотвращает врастание соединительной ткани в зону формирования костной ткани. Стимулирует формирование новых сосудов. Постепенно полностью рассасывается.	1,0	107	Конкурененты-препараты: Bio – Gide, Jason Membrane, Мембрана барьерная перикардальная FIT Конкурирующие методы лечения: нет информации	5%
	Supl-Bone	Реконструктивные операции на костях скелета	Позволяет забрать собственную костную ткань пациента в виде мелкой стружки, которая может быть смешана с остеопластическими материалами и в таком виде использована для костной пластики.	0,7	178	Конкурененты-препараты: Micros, Safescraper Twist Конкурирующие методы лечения: нет информации	5%
Генетико	Пренетикс	Неинвазивное пренатальное тестирование (НИПТ)	НИПТ – безопасное для матери и плода исследование, которое позволяет получать информацию о возможном риске хромосомных аномалий у плода.	0,5	25,8	Конкурененты-компания: Геномед, Проген	57%
	Эмбриотест	Преимплантационное генетическое тестирование (ПГТ)	Анализ эмбрионов на хромосомные аномалии с целью повышения результативности ЭКО для наступления беременности.	0,4	17,0	Конкурененты-компания: First Genetics, Igenomix	50%
	Онконетикс	Молекулярно-генетические тестирования (МГТ)	Комплексное молекулярно-генетическое профилирование опухоли для подбора таргетной терапии и уточнения диагноза.	0,8	23,7	Конкурененты-компания: Соло-тест Атлас 48, собственные тесты у государственных и частных клиник	50%

Источник: СМИ, компания, SberCIB Investment Research

Ключевые финансовые показатели и оценка стоимости портфеля разработок – медицинские изделия

Препарат	Выручка к 2030	Прогноз года запуска	Срок действия патента	Целевая Рентаб.		Оценка по EV	Стадия разработки	Вероятность выхода на рынок	Оценка по EV с учетом рискового коэф.	Скорр. на риск расходы на НИОКР	Доля Артгена	Оценка по EV с учетом рискового коэф. и доли Артгена
				по EBITDA в теч. патента	по EBITDA после патента							
Гистографт	805	На рынке	2038	30%	25%	280	На рынке	100%	280	0	57,7%	162
Хепо-Воне	84	2024	2038	30%	25%	46	КИ 1	23,5%	11	8	57,7%	1,3
Inject-Bone	113	2025	2038	30%	25%	61	ДКИ	8,6%	5	11	57,7%	-3,5
Inject-Soft	947	2025	2038	30%	25%	795	ДКИ	8,6%	68	16	57,7%	30,5
3D-Bone	502	2025	2038	30%	25%	360	ДКИ	8,6%	31	16	57,7%	8,9
Cover Bone	62	2025	2038	30%	25%	11	ДКИ	8,6%	1	-16	57,7%	9,5
Supl-Bone	43	2025	2038	45%	25%	13	ДКИ	8,6%	1,1	16	57,7%	-8,3
Пренетикс (НИПТ)	4 962	На рынке	Нет патента	Рентабельность может составлять до 52%		2 879	На рынке	100%	2 879	0	78,7%	2 266
Эмбриотест (ПГТ)	1 497	2024	Нет патента	Рентабельность может составлять до 52%		492	РУ	100%	492	0	78,7%	387
Онконетикс (МГС)	3 236	2025	Нет патента	Рентабельность может составлять до 52%		1 737	РУ	100%	1 737	0	78,7%	1 367

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Прогноз финансовых показателей

Инвестиционная программа

ПРОГНОЗ КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ

На данный момент Артген не имеет технологической площадки, чтобы производить необходимое количество продукции для удовлетворения спроса на препараты, которые могут выйти на рынок.

На данный момент препараты, которые уже вышли на рынок, например, Неоваскулген и Гистографт, выпускаются на аутсорсинговых биомедицинских производствах. Однако после 2022 года сильно вырос спрос на такие производства. Это отчасти связано с тем, что стало сложнее и дороже приобретать западное оборудование и расходные материалы и создавать собственное производство с нуля.

Однако налаженный параллельный импорт позволяет завозить китайские аналоги оборудования и расходных материалов. Дисбаланс спроса и предложения на рынке контрактного производства не позволит Артгену выпускать необходимое количество препаратов и медицинских изделий.

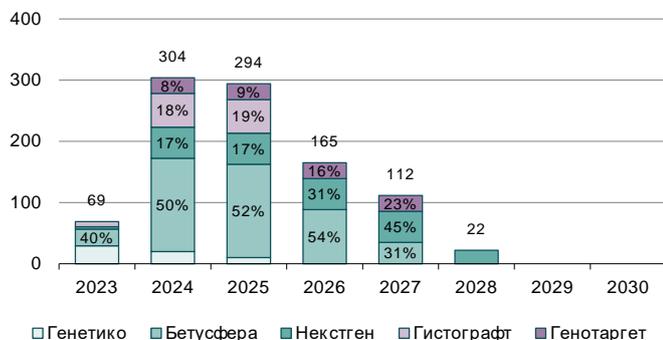
Поэтому компания планирует создать собственный производственный блок и закупать оборудование для производства необходимых объемов. Наибольшие инвестиции в основные средства, по нашим прогнозам, придутся на 2024–2027 гг. К 2027 году Артген планирует создать крупный производственный комплекс стоимостью 1 млрд руб. Также необходимо будет пополнять, обновлять и модернизировать оборудование в дочерних компаниях (Гемабанк, Репробанк, Генетико). До 2030 года Артген потратит на эти цели в общей сложности 3,4 млрд руб.

ПРОГНОЗ РАСХОДОВ НА НИОКР

В период до 2030 года Артген может вывести на рынок до 18 разработок и услуг, 11 из которых находятся на стадиях, предшествующих КИ, и три – на стадиях до ДКИ. Эти стадии являются наиболее затратными.

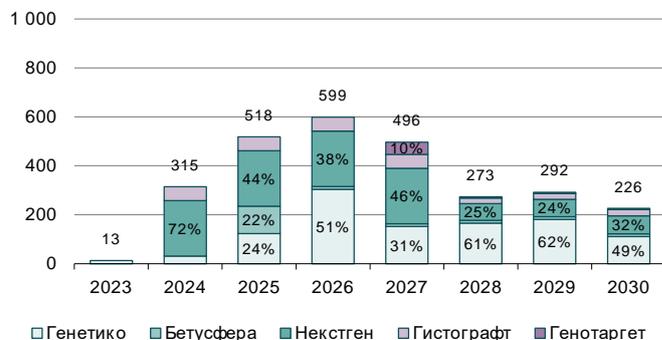
Согласно нашей модели, пик расходов на НИОКР придется на 2024–2025 гг., а к 2029 году компания завершит все инвестиции в НИОКР, необходимые для текущего портфеля разработок. До 2029 года Артген в совокупности потратит на НИОКР примерно 1 млрд руб.

Динамика и структура инвестиций в НИОКР по сегментам, млн руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Динамика и структура капиталовложений в основные средства по сегментам, млн руб.

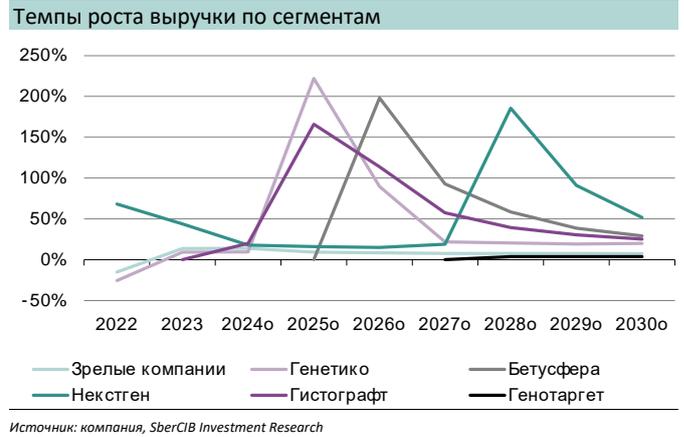


Источник: компания, SberCIB Investment Research

Ключевые финансовые показатели

Ожидается рост выручки в 15 раз к 2030 году по сравнению с 2023

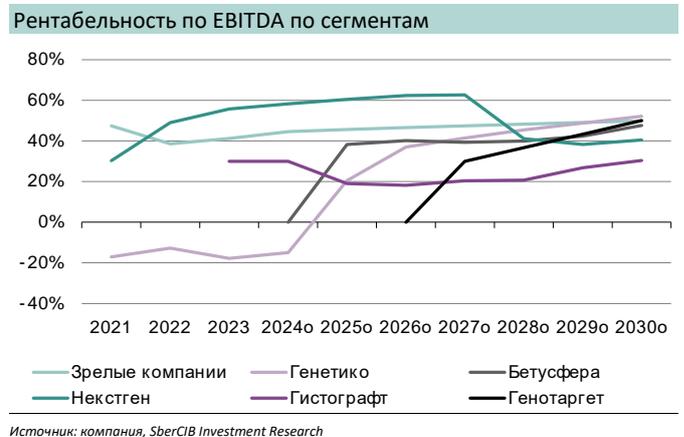
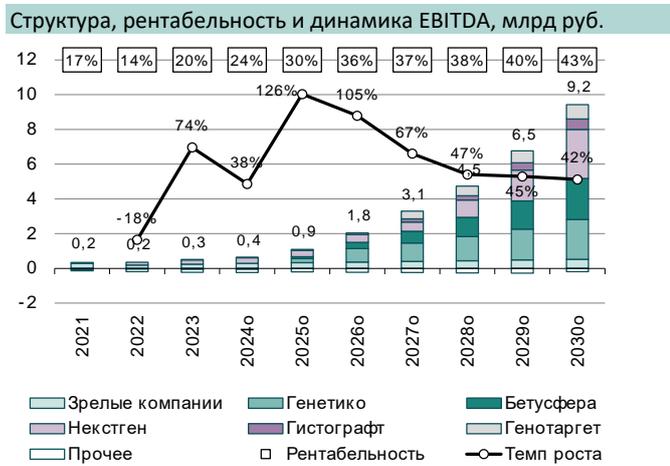
Основной рост выручки компании придется на 2025–2027 гг., когда на рынок выйдет большинство новых препаратов и увеличится рыночная доля тех, что были выпущены в предыдущие периоды. Далее темпы роста начнут стабилизироваться. Наибольшую долю выручки к 2030 году будет приносить Некстген, а Бетусфера и Генетико с небольшим отрывом друг от друга займут соответственно 2-е и 3-е место.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

EBITDA к 2030 году вырастет в 32,3 раза по сравнению с 2023

EBITDA будет расти быстрее, чем выручка, благодаря факторам, которые мы перечислили выше, а также на фоне значительного повышения рентабельности (с 20% в 2023 году до 43% к 2030) после выхода на рынок новых разработок, защищенных патентами. Разработка, защищенная патентом, может иметь рентабельность 50% и более, так как она по сути не будет иметь аналогов, и компания сможет более эффективно монетизировать клиентскую базу. Существующие бизнесы также смогут повысить рентабельность благодаря увеличению объемов и положительному эффекту операционного рычага.

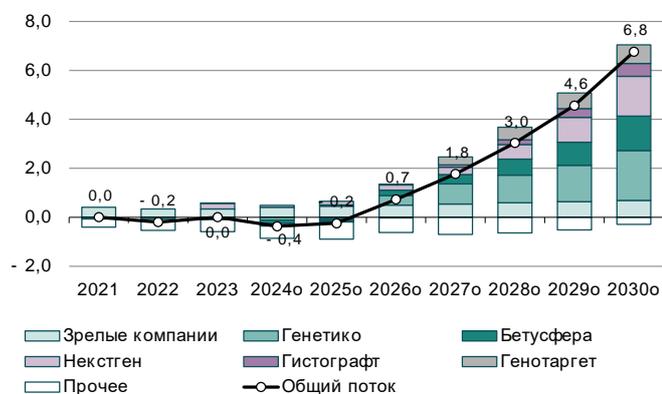


Источник: компания, SberCIB Investment Research

СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Свободный денежный поток группы, по нашим прогнозам, в 2024–2025 гг. будет отрицательным из-за активной инвестиционной деятельности. Большинство препаратов выйдут на рынок только в 2025–2028 гг., что обеспечит значительный положительный денежный поток от операционной деятельности в последующие периоды.

Структура и динамика свободного денежного потока, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Соотношение свободного денежного потока и EBITDA по препаратам и дочерним компаниям



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Анализ ключевых финансовых показателей

Ниже представлены основные финансовые показатели по дочерним компаниям и разработкам.

На данный момент (в 2023 году) наибольший вклад в финансовые показатели вносят Гемабанк и Репробанк – самые первые бизнесы Артгена.

Наибольший вклад в финансовые показатели Артген к 2030 году будут вносить Генетико, а также платформы Бетусфера и Некстген. Однако пока Генетико убыточна на уровне EBITDA, препараты платформы Некстген продаются в малых количествах, а Бетусфера находится только на этапе разработки.

Структура выручки, EBITDA и свободного денежного потока, млн руб.

	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Выручка	1 431	1 639	3 009	5 044	8 328	11 901	16 321	21 504
Зрелые компании	583	665	726	787	848	913	982	1 056
Гемабанк	307	362	393	427	464	503	544	588
Репробанк	217	240	266	289	309	331	354	379
SPRS	59	62	66	70	75	79	84	89
Генетико	312	342	1 100	2 086	2 539	3 063	3 655	4 385
Бетусфера	–	–	304	907	1 748	2 770	3 842	4 967
Бетувакс	–	–	174	415	651	881	1 102	1 314
Тетрафлюбет	–	–	–	119	299	499	720	962
Комби 5V	–	–	130	373	628	896	1 178	1 472
Бетусфера	–	–	–	–	169	493	842	1 219
Некстген	451	531	617	709	844	2 411	4 604	6 982
Неоваскулген-ИНК	451	531	617	709	809	918	1 036	1 163
Неоваскулген-СДС	–	–	–	–	35	906	1 864	2 916
Неоваскулген-Цистит	–	–	–	–	–	587	1 704	2 903
Гистографт	81	97	257	550	867	1 209	1 577	1 973
Гистографт-Стоматологическая хирургия	81	97	114	132	152	173	197	221
Гистографт-Костная ткань	–	–	66	193	330	477	635	805
Гистографт-Мягкая ткань	–	–	77	225	385	559	745	947
Генотаргет	–	–	–	–	1 476	1 530	1 586	1 645
Прочее	5	5	5	5	5	5	75	497
EBITDA	285	393	889	1 821	3 051	4 480	6 494	9 226
Зрелые компании	240	296	331	366	402	441	482	526
Гемабанк	168	213	234	258	283	310	339	370
Репробанк	45	54	66	75	83	92	102	112
SPRS	27	29	31	34	36	38	41	44
Генетико	-56	-51	225	771	1 053	1 390	1 782	2 285
Бетусфера	–	–	116	364	687	1 106	1 626	2 364
Бетувакс	–	–	26	87	176	291	430	591
Тетрафлюбет	–	–	–	18	66	145	259	414
Комби 5V	–	–	90	259	437	624	819	1 024
Бетусфера	–	–	–	–	8	47	118	335
Некстген	251	310	373	442	529	991	1 763	2 825
Неоваскулген ИНК	251	310	373	442	518	601	704	816
Неоваскулген СДС	–	–	–	–	10	302	684	1 167
Неоваскулген - Цистит	–	–	–	–	–	88	375	842
Гистографт	24	29	49	100	177	250	423	598
Гистографт-Стоматологическая хирургия	24	29	34	40	46	52	59	66
Гистографт-Костная ткань	–	–	3	20	50	98	163	248
Гистографт-Мягкая ткань	–	–	12	41	81	101	201	284
Генотаргет	–	–	–	–	443	561	687	822
Прочее	-175	-190	-206	-222	-240	-259	-269	-194
Свободный денежный поток	19	-358	-232	745	1 791	3 076	4 629	6 762
Зрелые компании	343	410	456	497	544	592	637	692
Гемабанк	251	305	334	362	397	432	462	502
Репробанк	63	74	88	99	109	119	131	143
SPRS	29	31	33	36	38	41	44	47
Генетико	-100	-115	55	398	818	1 126	1 487	2 039
Бетусфера	–	-132	-99	215	387	655	947	1 405
Бетувакс	–	-97	-95	47	65	97	127	153
Тетрафлюбет	–	–	–	-42	41	99	183	300
Комби 5V	–	–	58	245	328	470	618	773
Бетусфера	–	-35	-63	-35	-48	-10	19	180
Некстген	238	87	153	227	318	637	1 080	1 625
Неоваскулген ИНК	238	237	298	364	437	435	514	598
Неоваскулген СДС	–	-85	-85	-85	-76	196	472	826
Неоваскулген - Цистит	–	-65	-60	-52	-43	6	94	201
Гистографт	22	-85	-70	27	97	195	356	519
Гистографт-Стоматологическая хирургия	22	18	23	28	36	47	54	61
Гистографт-Костная ткань	–	-85	-84	-27	0	67	127	206
Гистографт-Мягкая ткань	–	-18	-9	26	61	81	176	252
Генотаргет	–	-26	-26	-26	323	510	635	768
Прочее	-483	-497	-700	-594	-696	-640	-512	-287

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Рентабельность по EBITDA и соотношение свободного денежного потока и EBITDA								
	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Рентабельность по EBITDA	20%	24%	30%	36%	37%	38%	40%	43%
Зрелые компании	41%	45%	46%	47%	47%	48%	49%	50%
Гемабанк	55%	59%	60%	60%	61%	62%	62%	63%
Репробанк	21%	22%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
SPRS	46%	47%	47%	48%	48%	49%	49%	49%
Генетико	-18%	-15%	20%	37%	41%	45%	49%	52%
Бетусфера			38%	40%	39%	40%	42%	48%
Бетувакс			15%	21%	27%	33%	39%	45%
Тетрафлюбет				15%	22%	29%	36%	43%
Комби 5V			70%	70%	70%	70%	70%	70%
Бетусфера					5%	10%	14%	28%
Некстген	56%	58%	60%	62%	63%	41%	38%	40%
Неоваскулген ИНК	56%	58%	60%	62%	64%	66%	68%	70%
Неоваскулген СДС					30%	33%	37%	40%
Неоваскулген - Цистит						15%	22%	29%
Гистографт	30%	30%	19%	18%	20%	21%	27%	30%
Гистографт-Стоматологическая хирургия	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Гистографт-Костная ткань			5%	10%	15%	20%	26%	31%
Гистографт-Мягкая ткань			15%	18%	21%	18%	27%	30%
Генотаргет					30%	37%	43%	50%
Прочее				< -100%				-39%
Соотношение свободного денежного потока и EBITDA	7%	-91%	-26%	41%	59%	69%	71%	73%
Зрелые компании	143%	139%	138%	136%	135%	134%	132%	131%
Гемабанк	149%	143%	143%	141%	140%	139%	136%	136%
Репробанк	140%	137%	134%	132%	131%	130%	129%	128%
SPRS	107%	107%	107%	107%	107%	107%	107%	107%
Генетико	180%	224%	24%	52%	78%	81%	83%	89%
Бетусфера			-85%	59%	56%	59%	58%	59%
Бетувакс			-362%	54%	37%	33%	29%	26%
Тетрафлюбет				-236%	63%	68%	71%	72%
Комби 5V			65%	95%	75%	75%	75%	75%
Бетусфера					-563%	-21%	16%	54%
Некстген	95%	28%	41%	51%	60%	64%	61%	58%
Неоваскулген ИНК	95%	77%	80%	82%	84%	72%	73%	73%
Неоваскулген СДС					-729%	65%	69%	71%
Неоваскулген - Цистит						7%	25%	24%
Гистографт	90%	-295%	-143%	27%	55%	78%	84%	87%
Гистографт-Стоматологическая хирургия	90%	62%	66%	70%	79%	90%	91%	92%
Гистографт-Костная ткань			-2528%	-136%	0%	69%	78%	83%
Гистографт-Мягкая ткань			-79%	63%	76%	80%	87%	89%
Генотаргет					73%	91%	92%	93%
Прочее	277%	261%	340%	267%	290%	247%	190%	148%

Источник: компания, SberCIB Investment Research

НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ

- Компании Генетико, Репролаб, ММЦБ (Гемабанк) и SPRS-терапия имеют лицензию на осуществление медицинской деятельности. Согласно статье 284 НК РФ (пункт 1, подпункт 1), организации, осуществляющие образовательную и (или) медицинскую деятельность в соответствии с законодательством Российской Федерации, вправе применять налоговую ставку ноль процентов при соблюдении ряда условий.
- Компания Некстген в 2023 году стала резидентом кластера «Ломоносов», что дает ей ряд налоговых льгот в течение 10 лет со дня получения статуса резидента при условии, что ее выручка в годовом выражении не превышает 1 млрд руб.:
 - ▶ освобождение от уплаты налога на прибыль,
 - ▶ освобождение от уплаты НДС,
 - ▶ снижение ставки единого социального налога (ЕСН) до 14%.
- Компании РБТ, Бетувакс и Генотаргет пользуются рядом налоговых льгот благодаря статусу резидента «Сколково». Он позволяет:
 - ▶ не платить НДС;

- ▶ не платить налог на чистую прибыль;
- ▶ уплачивать страховые взносы по льготной ставке 15%.

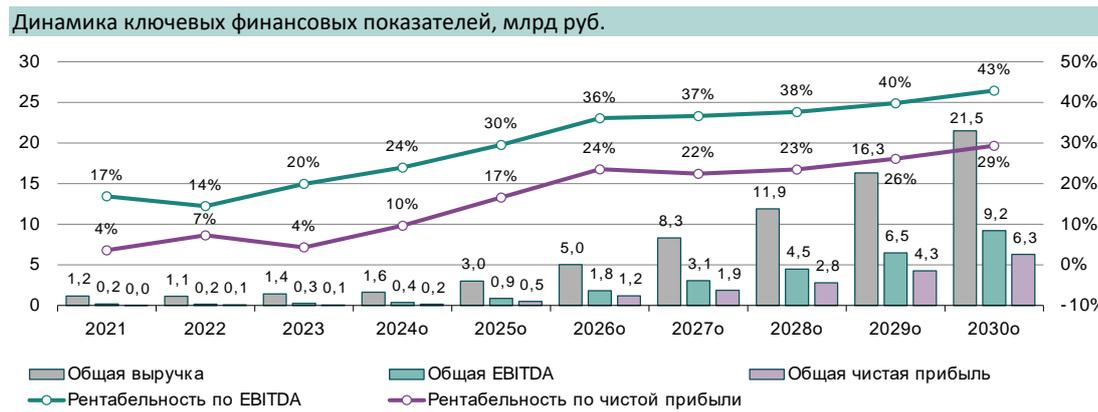
При этом льготы по НДС и налогу на прибыль теряются, когда совокупный размер накопленной налоговой прибыли участника накопленным итогом превысил 300 млн руб. (начиная с 1-го числа года, в котором объем выручки превысил 1 млрд руб.).

Налоговые льготы Артгена и их условия

Компания	Ставка по налогу			Срок льготы	Обоснование наличия льготы	Закон, регулирующий льготу
	Налог на прибыль	НДС	ЕЧН			
Генетико	0%	20%	30%	Нет сроков	Лицензия на медицинскую деятельность	НК РФ статья 284, пункт 1, подпункт 1
Репролаб	0%	20%	30%	Нет сроков	Лицензия на медицинскую деятельность	
ММЦБ (Гемабанк)	0%	20%	30%	Нет сроков	Лицензия на медицинскую деятельность	
SPRS-терапия	0%	20%	30%	Нет сроков	Лицензия на медицинскую деятельность	
Некстген	0% При выручке до 1 млрд руб.	0% При выручке до 1 млрд руб.	14%	10 лет, до 2033 года	Резидент кластера "Ломоносов"	ФЗ "Об инновационных научно-технологических центрах и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации" от 29.07.2017 №216-ФЗ
РБТ	0%	0%	15%	10 лет, до 2032 года	Резидент "Сколково"	НК РФ статья 284, пункт 1, подпункт 1 НК РФ статья 145, пункт 1, подпункт 1
Бетувакс	0%	0%	15%	10 лет, до 2031 года	Резидент "Сколково"	
Генотаргет	0%	0%	15%	10 лет, до 2028 года	Резидент "Сколково"	

Источник: Гарант, Консультант, компания, SberCIB Investment Research

КОНСОЛИДИРОВАННЫЕ КЛЮЧЕВЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ



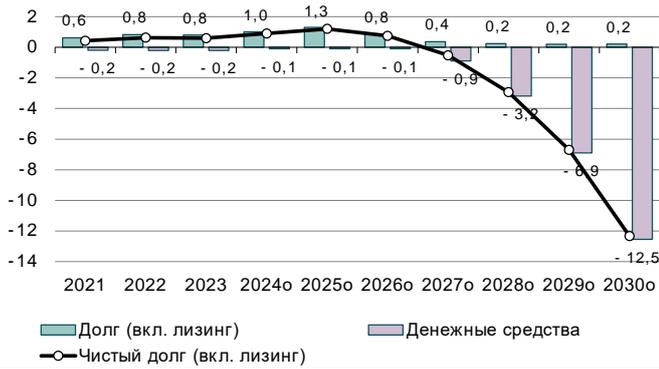
Источник: компания, SberCIB Investment Research

ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

Долговые обязательства компании – это облигации холдинга и его «дочек», а также несколько кредитных линий. Согласно графику погашения долга, представленному компанией, все существующие облигации будут полностью погашены к 2030 году.

Из-за начала активной инвестиционной фазы и недостаточно сильных финансовых показателей в начале прогнозного периода Артген будет вынужден привлечь дополнительное заемное финансирование для реализации своей стратегии. Чистый долг в 2025 году достигнет максимума (1,2 млрд руб.), затем начнет быстро снижаться, а с 2027 года станет отрицательным.

Динамика чистого долга, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

График погашения долга, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ, ИНВЕСТИЦИИ И СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

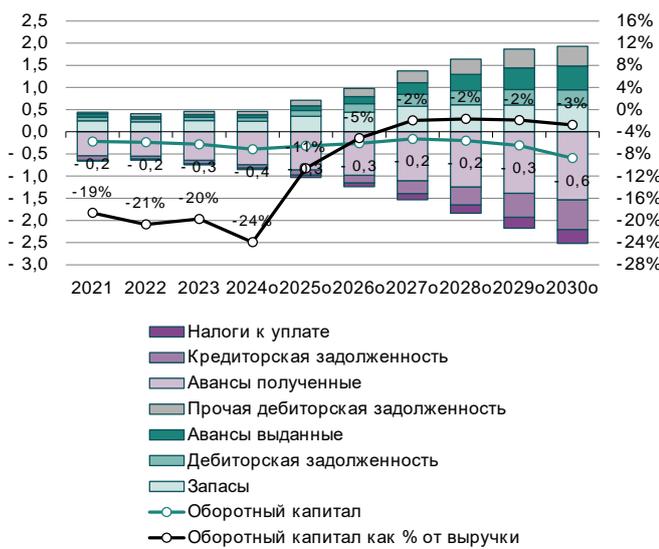
Оборотный капитал компании, по нашему мнению, на всем прогнозном периоде будет отрицательным. Его главные элементы – полученные авансы и запасы.

Большие авансовые платежи формируются из-за особенностей функционирования бизнеса Гемабанка и Репробанка. Компания получает оплату за услуги по хранению биоматериалов.

Запасы будут формироваться в основном за счет развития портфеля разработок, для массового производства которых будет необходимо сырье.

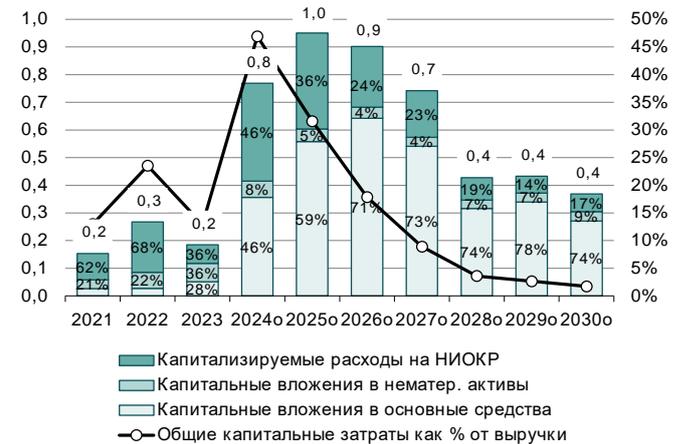
Как мы уже отмечали выше, компания начнет получать стабильный положительный свободный денежный поток с 2026 года, когда завершится пик инвестиционной программы и увеличится операционный денежный поток за счет вышедших на рынок разработок.

Динамика оборотного капитала, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Инвестиции в основные средства и нематериальные активы и капитализируемые расходы на НИОКР, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Динамика свободного денежного потока Артгена, млрд руб.

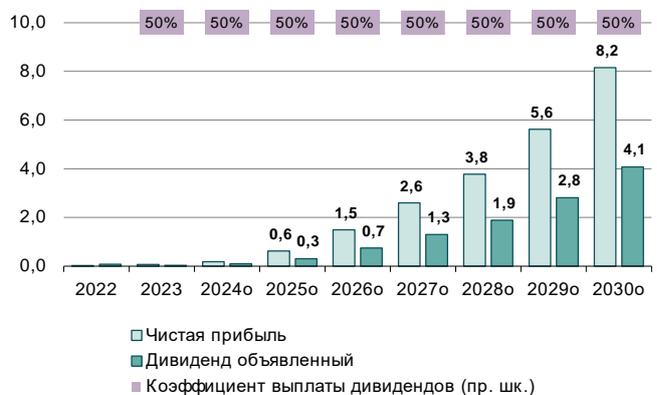


Источник: компания, SberCIB Investment Research

Дивиденды

В 2023 году компания утвердила новую дивидендную политику, согласно которой на выплату дивидендов планируется направлять от 40% до 60% чистой прибыли. Мы прогнозируем, что коэффициент выплаты дивидендов будет на уровне 50% от чистой прибыли.

Динамика чистой прибыли и дивидендов, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

Сценарный анализ

Чтобы наша модель стала более адаптивна к изменению предпосылок, мы провели анализ трех сценариев – базового, оптимистичного и пессимистичного.

В качестве основных изменяемых предпосылок, сильнее всего влияющих на оценку компании, были выбраны следующие:

- вероятность включения неинвазивного пренатального тестирования (НИПТ) беременных в обязательное медицинское страхование (ОМС),
- потенциальная доля каждого препарата на целевом рынке,
- рентабельность по EBITDA каждого препарата

Базовый сценарий

Все прогнозы и тезисы, приведенные выше в этом исследовании, являются результатами построения модели для компании в рамках базового сценария. Ниже приведены основные предпосылки и ключевые финансовые показатели сценария.

Основные предпосылки в рамках базового сценария

		Целевая доля рынка	Рентабельность по EBITDA
Вероятность включения НИПТ в ОМС – 50%			
Зрелые компании	Гемабанк	42,5%	63,0%
	Репробанк	30,0%	29,5%
	SPRS	2,0%	49,3%
Генетико	Эмбриотест	50,0%	
	Пренетикс	57,0%	50%
	Онконетикс	50,0%	
Бетусфера	Бетувакс Ковид-19	4,0%	45,0%
	Тетрафлюбет	4,0%	50,0%
	Комби 5V	5,0%	70,0%
	Бетусфера	5,0%	27,5%
Некстген	Неоваскулген (ишемия нижних конечностей)	67,0%	70,2%
	Неоваскулген (синдром диабетической стопы)	60,0%	50,0%
	Неоваскулген (интерстициальный цистит)	5,0%	50,0%
Гистографт	Гистографт - гидрогель (Inject - Bone, Xeno - bone)	5,0%	
	Гистографт- solid (Гистографт)	10,0%	
	Inject - soft	5,0%	30%
	Cover - Bone	5,0%	
	3D - Bone	5,0%	
Генотаргет	Supl - Bone	5,0%	
	Дисферлинопатия	100,0%	50,0%

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Ключевые финансовые показатели в рамках базового сценария, тыс. руб.

Показатель	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Мультипликаторы								
EV/ЕВITDA	29,0	22,0	10,3	5,0	2,8	1,6	0,7	0,1
P/E	119,9	46,7	14,8	6,2	4,0	2,6	1,7	1,2
EV/выручка	5,8	5,3	3,0	1,8	1,0	0,6	0,3	0,1
EV/ЕВIT	42,3	29,3	11,6	5,3	3,0	1,7	0,8	0,1
P/B	11,1	8,0	4,7	2,6	1,5	1,0	0,7	0,4
Ключевые финансовые показатели								
Выручка	1 431	1 639	3 009	5 044	8 328	11 901	16 321	21 504
<i>Рост</i>	25,9%	14,5%	83,6%	67,6%	65,1%	42,9%	37,1%	31,8%
Валовая прибыль	1 134	1 316	2 459	4 208	6 958	9 975	13 771	18 319
<i>Рост</i>	28,2%	16,0%	86,9%	71,1%	65,4%	43,4%	38,1%	33,0%
Денежные расходы	-1 146	-1 246	-2 120	-3 223	-5 277	-7 420	-9 827	-12 278
<i>Рост</i>	17,8%	8,8%	70,1%	52,0%	63,7%	40,6%	32,4%	24,9%
ЕВITDA	285	393	889	1 821	3 051	4 480	6 494	9 226
Скорр. ЕВITDA	285	393	889	1 821	3 051	4 480	6 494	9 226
<i>Рост</i>	73,6%	37,6%	126,3%	104,9%	67,5%	46,9%	45,0%	42,1%
<i>Рентабельность</i>	19,9%	24,0%	29,5%	36,1%	36,6%	37,6%	39,8%	42,9%
Скорр. ЕВIT	196	296	784	1 691	2 883	4 234	6 209	8 923
Чистая прибыль	72	182	617	1 488	2 598	3 776	5 623	8 150
Скорр. чистая прибыль	62	158	499	1 187	1 869	2 797	4 263	6 304
<i>Рост</i>	-25,5%	156,4%	215,2%	137,7%	57,5%	49,6%	52,4%	47,9%
<i>Рентабельность</i>	4,3%	9,7%	16,6%	23,5%	22,4%	23,5%	26,1%	29,3%
Ликвидность и долговая нагрузка								
Чистый долг	593	904	1 202	747	-523	-2 932	-6 702	-12 338
Чистый долг/скорр. ЕВITDA	2,1	2,3	1,4	0,4	-0,2	-0,7	-1,0	-1,3
ЕВIT/процентные расходы	2,0	3,2	6,7	11,6	33,3	181,0	825,2	
Долг/собственный капитал	1,2	1,1	0,8	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0
Свободный денежный поток	185	-218	-110	887	2 100	3 753	5 695	8 481
Ден. поток, доступный для обслуживания долга	48	-300	-287	465	1 281	2 419	3 781	5 648
Свободный денежный поток после уплаты процентов	135	-250	-180	791	2 043	3 738	5 690	8 481
Капиталовложения (вкл. сделки M&A)	-118	-415	-604	-682	-573	-346	-371	-305
Доходность для инвесторов								
ROA	9,2%	11,8%	23,5%	38,3%	49,5%	52,4%	53,9%	54,2%
ROE	10,0%	19,9%	40,1%	53,8%	48,8%	45,9%	45,9%	45,3%
ROIC	13,6%	17,4%	32,7%	51,5%	65,0%	66,2%	65,3%	63,2%
Дивидендная доходность по выплаченным дивидендам	1,0%	0,5%	1,2%	4,2%	10,0%	17,5%	25,5%	38,0%
Доходность своб. ден. потока после уплаты процентов	1,8%	-3,4%	-2,4%	10,7%	27,6%	50,5%	76,8%	114,5%

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Оптимистичный сценарий

Основные отличия оптимистичного сценария от базового.

- Вероятность включения НИПТ в ОМС в 2025 году оценивается в 100%. Компания активно лоббирует это изменение и уверена в успехе.
- В этом сценарии на 10% выше рентабельность по ЕВITDA каждой разработки и существующих услуг. Такой эффект может обеспечить большая доля постоянных издержек в структуре затрат по сравнению с базовым сценарием, что увеличит положительный эффект операционного рычага.
- Целевая доля рынка у препаратов больше, чем в базовом сценарии. В рамках этого сценария мы более оптимистично оцениваем заявленные компанией целевые показатели.

Основные предпосылки в рамках оптимистичного сценария

		Целевая доля рынка	Разница с базовым сценарием	Рентабельность по EBITDA	Разница с базовым сценарием
Вероятность включения НИПТ в ОМС – 100%					
Зрелые компании	Гемабанк	47,5%	5,0 п. п.	64,2%	1,2 п. п.
	Репробанк	35,0%	5,0 п. п.	30,9%	1,3 п. п.
	SPRS	3,0%	1,0 п. п.	51,5%	2,2 п. п.
Генетико	Эмбриотест	55,0%	5,0 п. п.		
	Пренетикс	62,0%	5,0 п. п.	55%	5,0 п. п.
	Онконетикс	55,0%	5,0 п. п.		
Бетусфера	Бетувакс Ковид-19	5,0%	1,0 п. п.	49,5%	4,5 п. п.
	Тетрафлюбет	5,0%	1,0 п. п.	55,0%	5,0 п. п.
	Комби 5V	6,0%	1,0 п. п.	71,7%	1,7 п. п.
	Бетусфера	6,0%	1,0 п. п.	30,3%	2,8 п. п.
Некстген	Неоваскулген (ишемия нижних конечностей)	72,0%	5,0 п. п.	72,7%	2,4 п. п.
	Неоваскулген (синдром диабетической стопы)	65,0%	5,0 п. п.	55,0%	5,0 п. п.
	Неоваскулген (интерстициальный цистит)	6,0%	1,0 п. п.	55,0%	5,0 п. п.
Гистографт	Гистографт - гидрогель (Inject-Bone, Xeno-bone)	6,0%	1,0 п. п.		
	Гистографт- solid (Гистографт)	11,0%	1,0 п. п.		
	Inject-Soft	6,0%	1,0 п. п.		
	Cover-Bone	6,0%	1,0 п. п.	33%	3,0 п. п.
	3D-Bone	6,0%	1,0 п. п.		
	Supl-Bone	6,0%	1,0 п. п.		
Генотаргет	Дисферлинопатия	100,0%		55,0%	5,0 п. п.

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Ключевые финансовые показатели в рамках оптимистичного сценария, млн руб.

Показатель	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Мультипликаторы								
EV/EBITDA	28,1	20,8	8,2	3,4	1,9	1,0	0,4	-0,1
P/E	108,2	42,0	10,4	4,1	2,7	1,8	1,2	0,9
EV/выручка	5,7	5,1	2,4	1,3	0,7	0,4	0,1	-0,1
EV/EBIT	40,5	27,3	9,0	3,7	2,0	1,1	0,4	-0,1
P/B	11,0	7,8	4,0	1,9	1,1	0,7	0,5	0,3
Ключевые финансовые показатели								
Выручка	1 460	1 681	3 968	7 182	11 408	15 765	21 270	27 655
Рост	28,4%	15,2%	136,1%	81,0%	58,8%	38,2%	34,9%	30,0%
Валовая прибыль	1 157	1 352	3 238	6 015	9 571	13 287	18 059	23 729
Рост	30,8%	16,9%	139,5%	85,7%	59,1%	38,8%	35,9%	31,4%
Денежные расходы	-1 165	-1 267	-2 814	-4 498	-7 082	-9 551	-12 376	-15 129
Рост	19,8%	8,7%	122,1%	59,8%	34,9%	34,9%	29,6%	22,2%
EBITDA	294	414	1 154	2 684	4 326	6 214	8 894	12 526
Скорр. EBITDA	294	414	1 154	2 684	4 326	6 214	8 894	12 526
Рост	79,0%	40,8%	178,6%	132,5%	61,2%	43,7%	43,1%	40,8%
Рентабельность	20,2%	24,6%	29,1%	37,4%	37,9%	39,4%	41,8%	45,3%
Скорр. EBIT	204	317	1 048	2 517	4 094	5 894	8 534	12 137
Чистая прибыль	80	204	884	2 286	3 787	5 401	7 906	11 295
Скорр. чистая прибыль	68	176	713	1 814	2 758	4 011	5 980	8 694
Рост	-17,5%	157,4%	304,6%	154,4%	52,0%	45,4%	49,1%	45,4%
Рентабельность	4,7%	10,5%	18,0%	25,3%	24,2%	25,4%	28,1%	31,4%
Ликвидность и долговая нагрузка								
Чистый долг	589	878	1 439	696	-1 234	-4 694	-9 851	-17 313
Чистый долг/скорр. EBITDA	2,0	2,1	1,2	0,3	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4
EBIT/процентные расходы	2,1	3,5	9,2	14,5	51,8	254,8	1 147,2	
Долг/собственный капитал	1,2	1,0	0,8	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0
Свободный денежный поток	189	-192	-364	1 327	3 153	5 400	7 894	11 448
Денеж. поток, доступный для обслуживания долга	52	-278	-551	755	1 940	3 471	5 168	7 473
Свободный денежный поток после уплаты процентов	139	-224	-433	1 213	3 101	5 384	7 889	11 448
Капиталовложения (вкл. сделки M&A)	-118	-415	-962	-994	-736	-426	-553	-634
Доходность для инвесторов								
ROA	9,6%	12,6%	28,8%	48,2%	56,1%	55,9%	55,9%	55,2%
ROE	11,0%	21,6%	51,0%	64,2%	53,2%	48,0%	46,8%	45,4%
ROIC	14,2%	18,6%	39,5%	63,0%	71,1%	68,1%	65,6%	62,7%
Дивидендная доходность по выплаченным дивидендам	1,0%	0,5%	1,4%	6,0%	15,4%	25,6%	36,5%	53,4%
Доходность своб. ден. потока после уплаты процентов	1,9%	-3,0%	-5,8%	16,4%	41,9%	72,7%	106,5%	154,6%

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Пессимистичный сценарий

Основные отличия от базового сценария:

- Вероятность включения НИПТ в ОМС в 2025 году равна 0%. Согласно комментариям представителей профильных министерств, система ОМС в будущем будет становится более нагруженной и дефицитной. Включение дополнительных услуг в спектр покрытия ОМС может дополнительно увеличить нагрузку.
- В этом сценарии на 10% ниже рентабельность по EBITDA каждой разработки и существующих услуг. Такой эффект может быть достигнут за счет меньшей доли постоянных издержек в структуре затрат по сравнению с базовым сценарием, что уменьшает положительный эффект операционного рычага.
- Целевая доля рынка у препаратов меньше. В рамках данного сценария мы более консервативно оцениваем заявленные компанией целевые показатели.

Основные предпосылки в рамках негативного сценария

		Целевая доля рынка	Разница с базовым сценарием	Рентабельность по EBITDA	Разница с базовым сценарием
Вероятность включения НИПТ в ОМС - 0%					
Зрелые компании	Гемабанк	37,5%	-5,0 п. п.	61,9%	-1,1 п. п.
	Репробанк	25,0%	-5,0 п. п.	28,2%	-1,3 п. п.
	SPRS	1,0%	-1,0 п. п.	47,5%	-1,9 п. п.
Генетико	Эмбриотест	45,0%	-5,0 п. п.		
	Пренетикс	52,0%	-5,0 п. п.	45%	-5,0 п. п.
	Онконетикс	45,0%	-5,0 п. п.		
Бетусфера	Бетувакс Ковид-19	3,0%	-1,0 п. п.	40,5%	-4,5 п. п.
	Тетрафлюбет	3,0%	-1,0 п. п.	45,0%	-5,0 п. п.
	Комби 5V	4,0%	-1,0 п. п.	67,5%	-2,5 п. п.
	Бетусфера	4,0%	-1,0 п. п.	24,8%	-2,8 п. п.
Некстген	Неоваскулген (ишемия нижних конечностей)	62,0%	-5,0 п. п.	67,6%	-2,6 п. п.
	Неоваскулген (синдром диабетической стопы)	55,0%	-5,0 п. п.	45,0%	-5,0 п. п.
	Неоваскулген (интерстициальный цистит)	4,0%	-1,0 п. п.	45,0%	-5,0 п. п.
Гистографт	Гистографт - гидрогель (Inject-Bone, Xeno-bone)	4,0%	-1,0 п. п.		
	Гистографт- solid (Гистографт)	9,0%	-1,0 п. п.		
	Inject-Soft	4,0%	-1,0 п. п.		
	Cover-Bone	4,0%	-1,0 п. п.	27%	-3,0 п. п.
	3D-Bone	4,0%	-1,0 п. п.		
	Supl-Bone	4,0%	-1,0 п. п.		
Генотаргет	Дисферлинопатия	100,0%		45,0%	-5,0 п. п.

Источник: компания, SberCIB Investment Research

Ключевые финансовые показатели в рамках пессимистичного сценария, млн руб.

Показатель	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
Мультипликаторы								
EV/ЕВITDA	29,9	23,3	14,0	8,9	4,8	2,8	1,5	0,6
P/E	134,3	52,5	25,0	12,8	7,4	4,6	2,8	1,8
EV/выручка	5,9	5,4	4,1	2,8	1,6	0,9	0,5	0,2
EV/ЕВIT	44,3	31,5	16,8	9,9	5,1	3,0	1,6	0,7
P/B	11,3	8,2	5,7	3,8	2,4	1,6	1,0	0,7
Ключевые финансовые показатели								
Выручка	1 403	1 597	2 188	3 188	5 571	8 408	11 795	15 832
<i>Рост</i>	23,4%	13,9%	37,0%	45,7%	74,8%	50,9%	40,3%	34,2%
Валовая прибыль	1 111	1 280	1 786	2 623	4 599	6 956	9 823	13 303
<i>Рост</i>	25,6%	15,2%	39,6%	46,9%	75,3%	51,3%	41,2%	35,4%
Денежные расходы	-1 126	-1 225	-1 552	-2 178	-3 749	-5 599	-7 600	-9 746
<i>Рост</i>	15,8%	8,8%	26,7%	40,3%	72,1%	49,4%	35,7%	28,2%
ЕВITDA	277	372	636	1 009	1 823	2 809	4 195	6 086
Скорр. ЕВITDA	277	372	636	1 009	1 823	2 809	4 195	6 086
<i>Рост</i>	68,3%	34,5%	71,0%	58,7%	80,6%	54,1%	49,3%	45,1%
<i>Рентабельность</i>	19,7%	23,3%	29,1%	31,7%	32,7%	33,4%	35,6%	38,4%
Скорр. ЕВIT	187	275	532	907	1 712	2 628	3 985	5 868
Чистая прибыль	63	161	363	720	1 434	2 197	3 436	5 154
Скорр. чистая прибыль	55	141	296	581	997	1 612	2 610	4 013
<i>Рост</i>	-33,5%	156,1%	109,7%	96,2%	71,7%	61,7%	61,9%	53,8%
<i>Рентабельность</i>	3,9%	8,8%	13,5%	18,2%	17,9%	19,2%	22,1%	25,3%
Ликвидность и долговая нагрузка								
Чистый долг	597	929	1 071	892	260	(1 233)	(3 695)	(7 374)
Чистый долг/скорр. ЕВITDA	2,2	2,5	1,7	0,9	0,1	-0,4	-0,9	-1,2
ЕВIT/процентные расходы	1,9	3,0	4,5	7,0	16,2	111,7	526,5	
Долг/собственный капитал	1,2	1,1	0,9	0,5	0,1	0,1	0,0	0,0
Свободный денежный поток	180	-244	36	474	1 090	2 256	3 597	5 431
Денеж. поток, доступный для обслуживания долга	43	-321	-132	190	643	1 504	2 473	3 690
Свободный денежный поток после уплаты процентов	130	-275	-35	388	1 021	2 241	3 592	5 431
Капиталовложения (вкл. сделки M&A)	-118	-415	-337	-377	-417	-179	-189	-215
Доходность для инвесторов								
ROA	8,8%	11,1%	17,1%	24,2%	38,4%	46,0%	50,4%	52,6%
ROE	9,0%	18,1%	27,0%	35,9%	39,4%	41,3%	44,3%	45,2%
ROIC	13,1%	16,3%	24,2%	33,6%	53,4%	62,5%	65,1%	64,7%
Дивидендная доходность по выплаченным дивидендам	1,0%	0,4%	1,1%	2,4%	4,9%	9,7%	14,8%	23,2%
Доходность своб. ден. потока после уплаты процентов	1,8%	-3,7%	-0,5%	5,2%	13,8%	30,3%	48,5%	73,3%

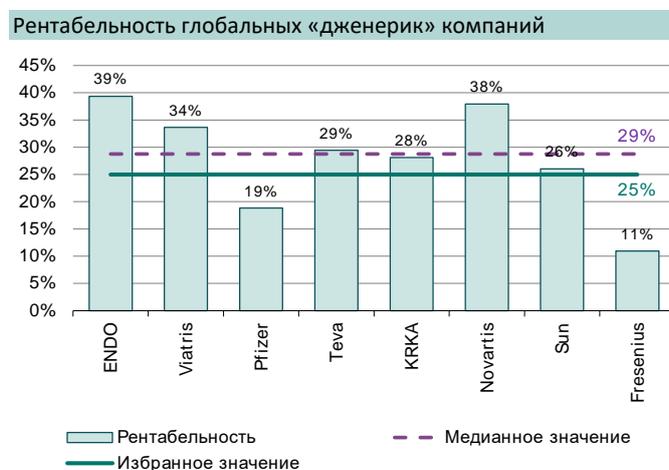
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Оценка

Мы оценили биотехнологический холдинг Артген по методу суммы составных частей (ССЧ). Стоимость предприятия (EV) каждого бизнеса, препарата и медицинского изделия была отдельно оценена по методу дисконтированных денежных потоков (ДДП). Мы применили динамическую средневзвешенную стоимость капитала, так как, на наш взгляд, премия за риск (ERP) и безрисковая ставка для российского рынка в терминальном периоде будут ниже, чем в настоящее время.

Отметим, что в период, когда окончатся патенты у разработок, мы учли в прогнозе денежных потоков рентабельность по EBITDA на уровне 25% и использовали этот же показатель для прогнозирования денежных потоков в терминальный период во всех сценариях. Такая рентабельность обусловлена тем, что после окончания действия патента любой другой участник рынка может использовать изобретенную формулу и открыть массовое производство препарата. В результате он перейдет из категории «биотех» в «дженерик».

Мы проанализировали рентабельность по EBITDA основных «дженерик» компаний на глобальном рынке. Медианный уровень составляет 29%. В рамках модели мы выбрали более консервативный уровень 25%, учитывая меньшую покупательную способность населения РФ и более низкий уровень технического оснащения.



Источник: Investing, SberCIB Investment Research

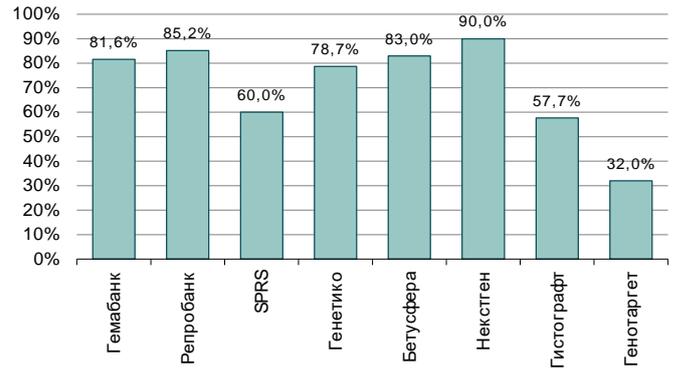
При оценке стоимости препаратов и медицинских изделий, которые находятся на стадии разработки, мы применили коэффициенты вероятности их выхода на рынок в зависимости от текущей стадии исследования. Эти коэффициенты были статистически выведены в рамках исследования, проведенного японскими учеными на основе исторических данных по 539 препаратам. В рамках исследования были установлены коэффициенты вероятности прохождения препаратом каждой стадии.

Мы скорректировали полученные оценки EV с учетом коэффициентов вероятности и доли Артгена в каждом из бизнесов и препаратов.

Коэффициенты вероятности перехода на следующую стадию и выхода на рынок по стадиям



Доля Артгена в дочерних компаниях и в разрабатываемых препаратах



ДКИ – доклинические испытания
 КИ – клинические испытания (стадии 1,2 и 3)
 РУ – регистрационное удостоверение

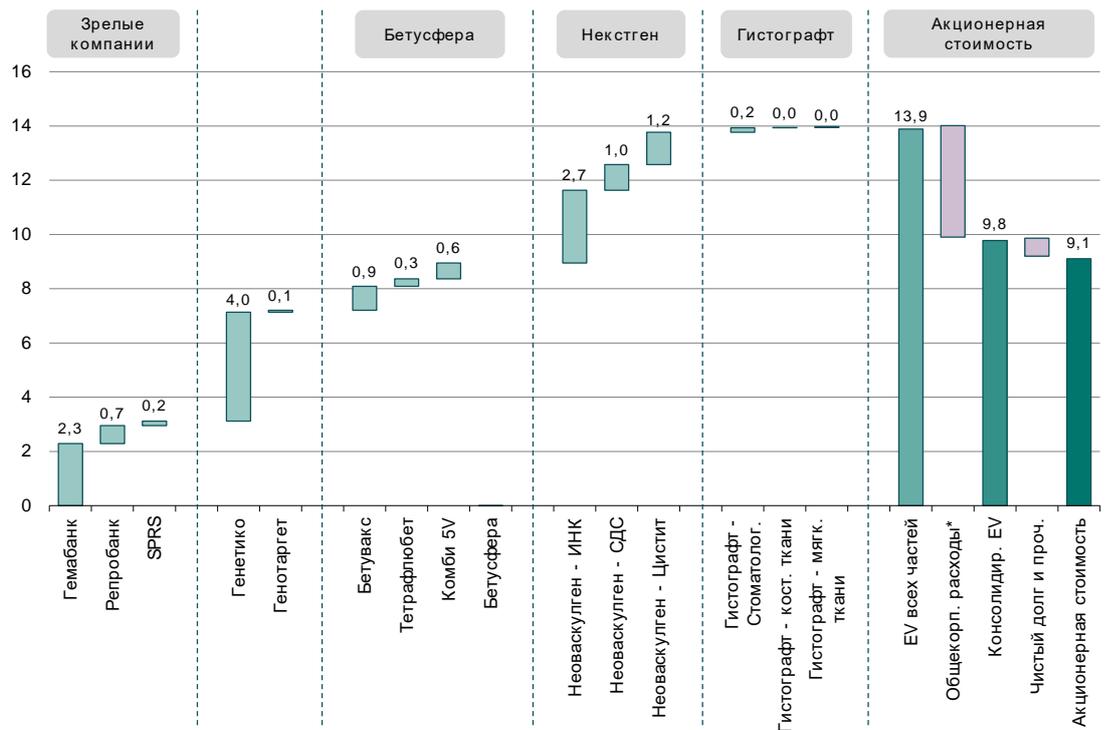
Источник: компания, SberCIB Investment Research

Источник: National Library of Medicine, SberCIB Investment Research

Мы сложили полученные оценки EV, затем скорректировали эту сумму с учетом дисконтированной амортизации, общих и административных расходов, капиталовложений, а также капитализированных расходов на НИОКР корпоративного центра и получили EV Артгена. Для расчета справедливой акционерной стоимости компании мы скорректировали полученный показатель на оставшиеся статьи отчетности.

В рамках базового сценария справедливая стоимость Артген составляет 9,1 млрд руб.

Оценка справедливой стоимости Артгена по методу ССЧ, млрд руб.



Источник: SberCIB Investment Research

Капитал Артгена состоит из 92,6 млн выпущенных акций, из них 18,4 млн по сути являются казначейскими, так как принадлежат дочерним компаниям, которые холдинг полностью контролирует, и в обращении находится только 74,2 млн акций. Таким образом справедливая стоимость одной акции составляет 123 руб.

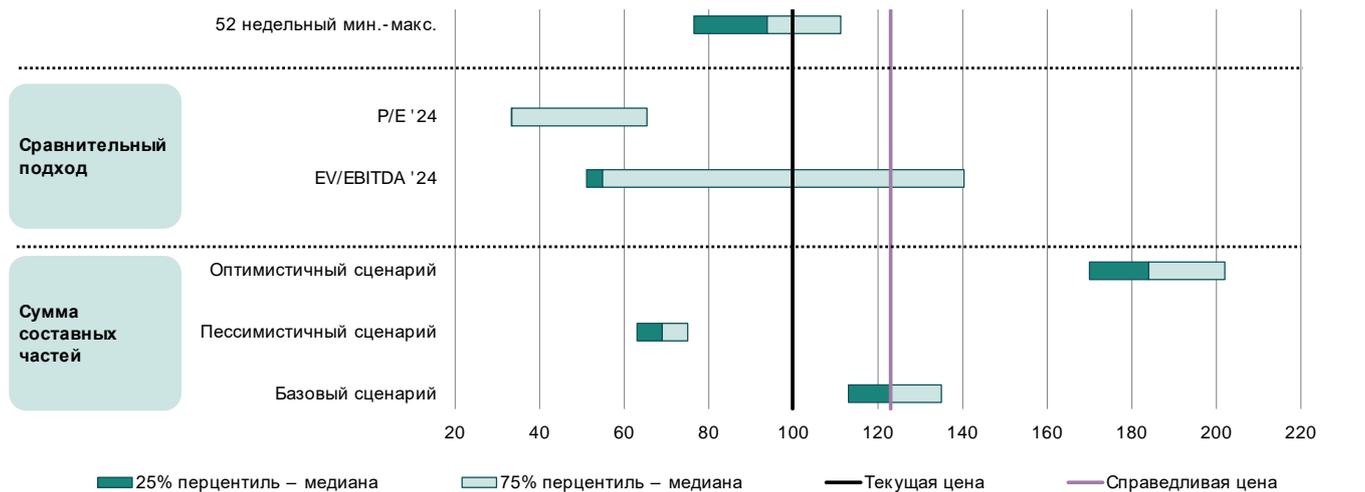
Ниже приведены мультипликаторы и финансовые показатели глобальных биотехнологических компаний в сравнении с Артгеном.

Сравнение Артгена с глобальными аналогами																		
Компания	Описание деятельности	Тикер	Страна	EV/EBITDA			P/E			CAGR 2023-2028		Чистый долг/EBITDA			Рентабельность в последнем году, за который есть данные			
				2023o	2024o	2025o	2023o	2024o	2025o	EBITDA	Чистая прибыль	2023o	2024o	2025o	Валовая прибыль	EBITDA	Чистая прибыль	
Артген	<i>Премия/дисконт к иностранным аналогам</i>	ABIO	Россия	29,0	22,0	10,3	119,9	46,7	14,8	73,4%	114,4%	2,1	2,3	1,4	83,8%	42,9%	29,3%	
				106%	83%	-28,2%	571%	199%	-31,8%	54,3 п. п.	109,8 п. п.	1,3 п. п.	1,7 п. п.	1,3 п. п.	0,9 п. п.	5,2 п. п.	-4,2 п. п.	
Глобальные биотехнологические компании																		
ASTRAZENECA PLC	Международная научно-ориентированная биофармацевтическая компания, нацеленная на исследование, разработку и вывод на рынок рецептурных препаратов преимущественно в таких терапевтических областях, как онкология, кардиология, нефрология и метаболизм, респираторные и аутоиммунные, а также редкие заболевания. В препараты от рака входят Аримидекс, Золадекс, Имфинзи, Иресса, Тагриссо и др.	AZN	Великобритания	14,1	12,1	10,3	17,9	15,7	13,6	27,6%	44,7%	1,3	0,8	0,4	83%	39,1%	30,4%	
MODERNA INC	Американская биотехнологическая компания, занимающаяся разработкой лекарственных средств на основе матричной РНК. Является одним из крупнейших производителей вакцин от COVID-19. Производством препаратов занимаются сторонние контрактные организации, собственная фабрика в Норууде (Массачусетс) производит только пробные партии для клинических испытаний.	MRNA	США	Her.	Her.	Her.	Her.	Her.	Her.	6,6%	4,5%	-0,5	-0,1	-0,3	79%	36,3%	21,4%	
BIOGEN INC	Биофармацевтическая компания США. Более 40% выручки приходится на США, еще 35% - на Европу. Основные препараты компании применяются для лечения рассеянного склероза: Tecfidera, Avonex, Tysabri, для лечения спинальной мышечной атрофии - Spinraza	BIIB	США	14,0	11,3	9,7	16,6	15,6	13,7	19,3%	20,7%	1,6	0,8	0,0	79%	38,0%	31,5%	
ALNYLAM PHARMACEUTICALS INC	Американская биофармацевтическая компания, специализирующаяся на открытии, разработке и коммерциализации средств РНК-интерференции (RNAi) для лечения генетически детерминированных заболеваний. В 2016 году у Alnylam Pharmaceuticals было 18 потенциальных методов лечения на различных стадиях разработки в области генетической медицины, кардиометаболических заболеваний и инфекционных заболеваний печени	ALNY	США	Her.	Her.	132,5	Her.	Her.	411,6	-78,5%	-33,3%	-4,7	-2,8	-0,3	85%	60,1%	39,8%	
BEIGENE LTD-ADR	Биотехнологическая компания, специализирующаяся на разработке лекарств для лечения рака. BeiGene разработала несколько фармацевтических препаратов, в том числе тислизумаб, ингибитор контрольных точек, и занубрутиниб, ингибитор тирозинкиназы Брутона, который стал первым лекарством от рака, разработанным в Китае, получившим одобрение Управления по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов США, когда в ноябре 2019 года оно получило ускоренное одобрение для лечения мантиночлечной лимфомы.	BGNE	США	Her.	Her.	Her.	Her.	Her.	Her.	-17,5%		2,5	1,7	6,3	89%	-3,9%	29,1%	
BIOMARIN PHARMACEUTICAL INC	Американская биотехнологическая компания. Основной бизнес и исследования сосредоточены на заместительной ферментной терапии. Первая компания, которая представила лекарственные средства для лечения мукополисахаридоза 1 типа путем производства ларонидазы. Также первая компания, представившая препараты для лечения фенилкетонурии	BMRN	США	52,3	28,2	18,3	44,9	30,6	21,7	175,2%	420,6%	-0,5	-0,1	-1,3	81%	37,7%	33,5%	
UNITED THERAPEUTICS CORP	Публично торгуемая биотехнологическая компания и корпорация общественного блага. Она разрабатывает новые технологии, продлевающие жизнь пациентам в области лечения заболеваний легких и производства органов, владеет комплексом лабораторных и офисных зданий площадью 415 000 квадратных футов в Силвер-Спринг, штат Мэриленд. Объект служит совместной штаб-квартирой компании и используется для коммерческого производства активных фармацевтических ингредиентов и готовых	UTHR	США	8,7	6,5	5,1	11,9	10,5	9,3	18,9%	36,4%	-0,6	-2,3	-2,8	88%	34,6%	47,3%	
IMMUNOGEN INC	Биотехнологическая компания, специализирующаяся на разработке терапевтических конъюгатов антитело-лекарственное средство (ADC) для лечения рака. АЦП ImmuoSep содержит изготовленное антитело, которое связывается с мишенью, обнаруженной на раковых клетках. Антитело служит для доставки агента, убивающего клетки, конкретно к раковым клеткам, несущим его мишень, а полезная нагрузка служит для уничтожения этих клеток.	IMGN	США	768,1	68,5	41,5	426,0	70,0	30,9			-45,6%	55,3	6,3	5,1	91%	52,3%	42,3%
LEGEND BIOTECH CORP-ADR	Ассортимент компании включает исследовательские препараты и инновационные технологии в персонализированной медицине. Занимается изучением потенциала клеточной терапии для лечения заболеваний, которые считаются трудноизлечимыми, включая гематологические злокачественные новообразования и солидные опухоли.	LEGN	США	Her.	Her.	Her.	Her.	Her.	1590,3			-42,8%	0,7	0,6	1,3	66%	-9,0%	42,5%
Медиана				14,1	12,1	14,3	17,9	15,7	21,7	19,1%	4,5%	0,7	0,6	0,0	82,9%	37,7%	33,5%	

Источник: Investing, SberCIB Investment Research

Ниже приведены диапазоны оценки справедливой акционерной стоимости при разных долгосрочных темпах роста и средневзвешенной стоимости капитала, а также при разных сценариях и подходах к оценке.

Диапазоны оценки справедливой акционерной стоимости Артгена, млрд руб.



Источник: SberCIB Investment Research

Структура собственности

Исаев А.А.	37,0%
МирМам (Исаев владеет 100%)	14,0%
ИСКЧ Венчурс	12,0%
ММЦБ	8,0%
Прочие	5,0%
В свободном обращении	24,0%

Финансовые показатели (IFRS), млн руб.

	2022	2023о	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
Отчет о прибылях и убытках							
Выручка	1 137	1 431	1 639	3 009	5 044	8 328	11 901
Себест. реализации	(702)	(854)	(929)	(1 520)	(2 281)	(3 688)	(5 197)
Валовая прибыль	435	577	711	1 489	2 763	4 639	6 703
Валовая рентаб.	38,2%	40,3%	43,3%	49,5%	54,8%	55,7%	56,3%
Общ., ком. и админ. расх.	(324)	(381)	(415)	(706)	(1 072)	(1 756)	(2 469)
ЕБИТДА	164	285	393	889	1 821	3 051	4 480
Скорректированная ЕБИТДА	164	285	393	889	1 821	3 051	4 480
Рентабельность по ЕБИТДА	14,5%	19,9%	24,0%	29,5%	36,1%	36,6%	37,6%
Амортизация	53	90	97	105	130	167	246
Операц. прибыль	111	196	296	784	1 691	2 883	4 234
Чист. проц. доход	(55)	(73)	(58)	(106)	(138)	(80)	22
Доходы (расх.) по курс. разн.	(3)	–	–	–	–	–	–
Доход (убыток) от переоценки	–	–	–	–	–	–	–
Проч. доходы (расх.)	(23)	(51)	(56)	(61)	(65)	(71)	(76)
Однократные статьи	–	–	–	–	–	–	–
Прибыль до налогообл.	29	72	182	617	1 488	2 733	4 180
Налог на прибыль	(6)	–	–	–	–	(135)	(404)
Доля меньшинства	229	280	349	514	868	1 653	2 694
Прекращаемая деятельность	–	–	–	–	–	–	–
Чистая прибыль	23	72	182	617	1 488	2 598	3 776
Скоррект. чистая прибыль	83	62	158	499	1 187	1 869	2 797
Чистая рентабельность	7,3%	4,3%	9,7%	16,6%	23,5%	22,4%	23,5%
Прибыль на акцию	1,12	0,83	2,13	6,73	15,99	25,18	37,68
Скорректированная прибыль на акц	0,31	0,83	2,13	6,73	15,99	25,18	37,68
Балансовый отчет							
Активы							
Ден. ср-ва и их эквив.	202	206	100	100	100	884	3 178
Дебит. задолж-ть	68	78	80	130	191	269	319
ТМЗ	224	251	239	349	441	578	610
Проч. оборот. активы	196	214	221	314	427	605	791
Оборотные активы	690	749	640	893	1 159	2 336	4 899
Основные средства	177	157	438	914	1 452	1 853	1 952
Активы	2 045	2 209	2 784	3 892	4 941	6 703	9 457
Обязательства							
Краткоср. заимств.	107	–	–	–	–	–	–
Кредит. задолж-ть	185	216	252	289	330	373	419
Проч. текущ. обяз-ва	103	101	103	170	258	422	593
Всего текущ. обяз-ва	396	317	355	459	587	795	1 012
Долгоср. заимств.	601	665	859	1 146	681	184	59
Проч. долгоср. обяз-ва	477	561	641	726	817	914	1 015
Всего долгоср. обяз-ва	1 079	1 226	1 501	1 873	1 498	1 098	1 074
Обязательства	1 474	1 544	1 856	2 332	2 085	1 894	2 087
Доля меньшинства	–	–	–	–	–	–	1
Собств. ср-ва	570	666	928	1 560	2 855	4 809	7 370
Всего обяз-ва и собств. ср-ва	2 045	2 209	2 784	3 892	4 941	6 703	9 457
Чистый долг (денежные средства)	630	593	904	1 202	747	(523)	(2 932)
Отчет о движении денежных средств							
Чистая прибыль	23	72	182	617	1 488	2 598	3 776
Доля меньшинства	(229)	(280)	(349)	(514)	(868)	(1 653)	(2 694)
Амортизация	(53)	(90)	(97)	(105)	(130)	(167)	(246)
Изм. оборот. капит.	(32)	47	110	(74)	(58)	(99)	39
Изм. прочих активов	176	124	114	167	203	150	54
Ден. потоки от осн. деят-ти	220	345	517	830	1 780	2 835	4 135
Расх. на воспр. осн. фондов	–	–	–	–	–	–	–
Расх. на развитие бизнеса	47	(118)	(415)	(604)	(682)	(573)	(346)
Прочие инвестиции	(393)	(43)	(320)	(337)	(212)	(162)	(36)
Ден. потоки от инвест. деят.	(347)	(161)	(735)	(941)	(894)	(735)	(382)
Изменение долга	196	(43)	194	287	(465)	(497)	(125)
Дивиденды	(40)	(74)	(36)	(91)	(308)	(744)	(1 299)
Выпуск (выкуп) акций	44	–	–	–	–	–	–
Прочие статьи	(61)	(63)	(46)	(86)	(113)	(75)	(35)
Ден. потоки от фин. деят.	138	(181)	113	110	(887)	(1 316)	(1 459)
Влияние курсовых разниц	(3)	–	–	–	–	–	–
Чист. изм. ден. ср-в	12	4	(106)	–	–	784	2 294
Кэффициенты							
Цена / прибыль	89,3	119,9	46,7	14,8	6,2	4,0	2,6
Стоимость предприятия / ЕБИТДА	50,2	29,0	22,0	10,3	5,0	2,8	1,6
Цена / капитал	13,0	11,1	8,0	4,7	2,6	1,5	1,0
Чистый долг/ЕБИТДА	3,8	2,1	2,3	1,4	0,4	отр.	отр.
Совокупный долг/ЕБИТДА	4,3	2,3	2,2	1,3	0,4	0,1	0,0
Доход на капитал	16,1%	10,0%	19,9%	40,1%	53,8%	48,8%	45,9%
Дивиденды на акцию	9,9%	10,1%	12,1%	22,4%	37,5%	38,9%	37,4%
Дивидендная доходность	–	1,00	0,48	1,23	4,15	10,02	17,50
Цена / выручка	6,5	5,2	4,5	2,5	1,5	0,9	0,6
Цена / денежные потоки	33,6	21,4	14,3	8,9	4,2	2,6	1,8
Рост выручки	-4%	26%	15%	84%	68%	65%	43%
Рост ЕБИТДА	-18%	74%	38%	126%	105%	67%	47%
Рост прибыли на акцию	-31%	168%	156%	215%	138%	57%	50%

Источник: компания, Sber CIB Investment Research

Аналитическое управление

Старший управляющий директор – директор управления

Наталья Загвоздина

Экономика

Исполнительный директор – главный экономист

Антон Струченевский

Исполнительный директор – старший экономист

Родион Ломиворотов, CFA

Экономист

Артем Виноградов

Младший экономист

Дмитрий Фешин

Анализ рынка акций

Управляющий директор – начальник отдела

Михаил Краснощёров

Стратегия по рынку акций

Исполнительный директор – старший аналитик

Андрей Крылов

Аналитик

Ренат Хайрулин

Нефть и газ

Исполнительный директор – старший аналитик

Геннадий Суханов

Финансовый сектор

Управляющий директор – начальник отдела

Михаил Краснощёров

Аналитик

Андрей Ахатов

Интернет, телекоммуникации

Исполнительный директор – старший аналитик

Максим Кондратьев

Аналитик

Дмитрий Трошин

Металлургия

Исполнительный директор – старший аналитик

Мария Мартынова

Аналитик

Андрей Карагодин

Отдел подготовки аналитических материалов

Начальник отдела

Николай Ефремов

Редакторы англоязычных текстов

Старший редактор

Брайан Мингс

Переводчики и редакторы

Редактор

Алла Пеклич

Редактор

Екатерина Пежемская

Редактор-переводчик

Ольга Симкина

Редактор-переводчик

Анастасия Звягина

Редактор-переводчик

Алексей Смородин

Верстка

Главный верстальщик

Ярослав Павлов

Старший верстальщик

Екатерина Ильина

Верстальщик

Павел Меркелов

Потребительский сектор

Управляющий директор – начальник отдела

Михаил Краснощёров

Аналитик

Екатерина Усанова

Электроэнергетика, транспорт, машиностроение, недвижимость, химическая промышленность

Исполнительный директор – старший аналитик

Георгий Иванин

Младший аналитик

Никита Ковалев

Анализ рынка долговых инструментов с фиксированной доходностью

Исполнительный директор – начальник отдела

Екатерина Сидорова, CFA

Старший стратег FI

Игорь Рапохин, CFA

Старший аналитик FI

Ольга Стерина

Старший аналитик FI

Сергей Колесников, CFA, FRM

Аналитик FI

Алиса Закирова

Младший аналитик FI

Александр Чэнь

Стратегия валютных рынков и процентных ставок

Старший стратег FX/IR

Юрий Попов

Младший аналитик

Николай Шешкин

Стратегия сырьевых рынков

Исполнительный директор – старший аналитик

Константин Самарин

Старший аналитик

Анна Пильгунова

Аналитический обзор SberCIB Investment Research (далее – "аналитический обзор" / "SberCIB Investment Research") подготовлен ПАО Сбербанк и/или его аффилированными лицами (далее совместно и по отдельности – "СБЕР").

Настоящий аналитический обзор в полной мере отражает личное мнение аналитиков об анализируемой компании (компаниях) и ее (их) ценных бумагах, отраслях экономики, рынках, направлениях и трендах. Вознаграждение, выплачиваемое аналитикам, ни в коей мере, ни прямо, ни косвенно, не зависит от рекомендаций и мнений, опубликованных в настоящем аналитическом обзоре. Мнения аналитиков могут не совпадать. Как ранее опубликованные, так и будущие аналитические обзоры SberCIB Investment Research могут содержать определенную информацию и/или выводы, не соответствующие изложенному в настоящем аналитическом обзоре.

Настоящий аналитический обзор предназначен для использования только в качестве информации общего характера и основан на доступной в настоящее время публичной информации, которую СБЕР считает надежной. Однако СБЕР не предоставляет никаких гарантий и заверений в том, что такая информация является полной и достоверной, и соответственно, на нее нельзя полагаться как на абсолютно полную и всесторонне достоверную информацию. Содержащиеся в настоящем аналитическом обзоре информация и выводы не являются рекомендацией (в том числе индивидуальной инвестиционной рекомендацией), офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг или иных инвестиций, опционов, фьючерсов, а равно каких-либо иных финансовых инструментов. Настоящий аналитический обзор не является советом или рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые и иные обстоятельства, а также требования какого-либо конкретного лица, которое может получить данный аналитический обзор. Услуги, ценные бумаги и инвестиции, о которых идет речь в данном аналитическом обзоре, могут быть недоступными для всех (или не соответствующими определенным требованиям) инвесторов. Инвесторам необходимо самостоятельно получить финансовую консультацию в отношении целесообразности инвестиций в любые ценные бумаги, а также в отношении любых других инвестиций и инвестиционных стратегий, упомянутых в данном аналитическом обзоре, а равно учитывать, что прогнозы, касающиеся будущих событий, могут не реализоваться.

Содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре информация не является предложением финансовых инструментов, как это определено в статье 1 Внутреннего стандарта НАУФОР «Требования к взаимодействию с физическими лицами при предложении финансовых инструментов». Настоящий аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не направлен на побуждение к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, являющихся производными финансовыми инструментами.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход (если таковой будет) от таких ценных бумаг или других инвестиций может меняться и цена или стоимость таких ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать. Соответственно, финансовый результат инвестирования может оказаться меньше суммы первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не дают оснований для прогноза будущей динамики, не гарантируют будущих доходов и не исключают возможной потери первоначального капитала. СБЕР не несет ответственности за любые прямые и косвенные убытки, ущерб, потери, или иные последствия, которые могут наступить вследствие частичного или полного использования материалов, содержащихся в аналитических обзорах SberCIB Investment Research. Инвесторы должны проводить собственную оценку рисков, не полагаясь исключительно на информацию, представленную в аналитических обзорах SberCIB Investment Research. Инвесторам следует получить отдельные юридические, налоговые, финансовые, бухгалтерские и другие необходимые профессиональные консультации, основываясь на индивидуальных обстоятельствах. Любая информация, содержащаяся в настоящем аналитическом обзоре и относящаяся к налоговому режиму инвестиций в финансовые инструменты, не является налоговой консультацией, а также не предназначена и не может быть использована кем-либо для предоставления налоговых консультаций.

СБЕР не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, содержащуюся в аналитических обзорах SberCIB Investment Research, или исправлять неточности.

Любые оценки в отношении эмитентов, не освещаемых SberCIB Investment Research (в том числе в отношении ПАО Сбербанк), содержащиеся в настоящем аналитическом обзоре, взяты из источников, указанных в явном виде. SberCIB Investment Research не предоставляет рекомендации и/или аналитику по вышеуказанным эмитентам и не несет ответственности за точность и правильность подобных данных.

Время от времени компании, входящие в СБЕР, их принципы и сотрудники или связанные с ними лица, могли или могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать в качестве принципала иные сделки с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, упомянутыми в настоящем аналитическом обзоре, а также предоставлять инвестиционно-банковские или консультационные услуги или действовать в качестве директора или члена наблюдательного совета любой компании, упомянутой в настоящем аналитическом обзоре. Компании, входящие в СБЕР, могут владеть акциями (долями) компаний-эмитентов, упомянутых в настоящем аналитическом обзоре, в том числе в объеме, превышающем 5% от уставного капитала таких компаний-эмитентов. Сейлз-менеджеры, трейдеры и прочие специалисты СБЕРА могут, руководствуясь применяемой инвестиционной политикой (стратегией), предоставлять клиентам СБЕРА и трейдерам СБЕРА, совершающим сделки за счет и в интересах СБЕРА, комментарии по рынку или торговые стратегии в устной или письменной форме, отражающие мнение, не в полной мере соответствующее и/или противоречащее выраженному в данном аналитическом обзоре. Подразделение по управлению активами СБЕРА, трейдеры, совершающие сделки за счет и в интересах СБЕРА, и инвестиционно-банковское подразделение могут, руководствуясь применяемой инвестиционной политикой (стратегией), принимать инвестиционные решения, не в полной мере соответствующее и/или противоречащее рекомендациям или мнениям, опубликованным в данном аналитическом обзоре. СБЕР проводит внутреннюю политику, направленную на управление существующими и потенциальными конфликтами интересов.

Аналитические материалы SberCIB Investment Research могут выпускаться с нерегулярными временными интервалами по усмотрению аналитиков.

Рейтинги СБЕРА зависят от потенциала движения фактических котировок вверх или вниз от фундаментально обоснованной целевой цены. Рейтинги "ПОКУПАТЬ", "ДЕРЖАТЬ" или "ПРОДАВАТЬ" используются исключительно в справочных целях и отражают соответствующую позитивную, нейтральную или негативную оценку СБЕРОм потенциальной совокупной доходности финансового инструмента за 12 месяцев с момента присвоения данного рейтинга (в том числе с учетом ожидаемых дивидендов). Рейтинги действительны до момента их пересмотра или отзыва. Если в аналитической модели вносятся изменения, рейтинг меняется на "ПЕРЕСМОТР".

Данный аналитический обзор не может быть воспроизведен, изменен (переработан) или скопирован полностью или в какой-либо части без письменного согласия СБЕРА, настоящий аналитический обзор предоставляется исключительно для личного использования.

Дополнительная информация о ценных бумагах и других финансовых инструментах, упомянутых в настоящем аналитическом обзоре, может быть получена от СБЕРА по запросу.

Материалы данного аналитического обзора не содержат рекомендаций и не являются таковыми. СБЕР ни при каких условиях не может рассматриваться в качестве лица, стимулирующего, способствующего, посредничающего или побуждающего к осуществлению какими-либо лицами в любой стране инвестиций или совершению сделок, которые могут быть запрещены таким лицам соответствующим законодательством. Аналитические обзоры SberCIB Investment Research предоставляются в отношении компаний и/или инвестиций как на внутреннем российском, так и на международных финансовых рынках (в зависимости от того, что применимо в каждом случае), и предназначены для правомочных инвесторов в соответствии с законодательством и правилами торговли, подлежащих применению в отношении соответствующих рынков. Аналитические обзоры SberCIB Investment Research, полученные такими правомочными инвесторами в отношении компаний и/или инвестиций, которые могут подпадать под санкции в каких-либо юрисдикциях, не направлены на заключение, и не должны рассматриваться как инвестиционные рекомендации по заключению любых сделок, подпадающих под такие санкции, или сделок с участием лиц, находящихся в юрисдикциях с такими санкциями, в том числе инвесторов из США, Канады, Австралии, Японии, Швейцарии, Европы или Европейского союза (но не ограничиваясь ими). Аналитические обзоры SberCIB Investment Research никогда не должны использоваться для незаконной деятельности, включая деятельность, которая противоречит требованиям экономических санкций или имеет целью обойти эти требования. После прочтения данного аналитического обзора инвесторы должны оценить законность любых планируемых ими сделок, для чего им необходимо проконсультироваться со своими юридическими консультантами по вопросам соблюдения законодательства и правил торговли, применимых в данном случае. При этом в любом случае инвестор, являющийся получателем представленной в Аналитическом обзоре SberCIB Investment Research информации в отношении компаний и/или финансовых инструментов, которые могут находиться под санкциями и иными ограничениями в каких-либо юрисдикциях, самостоятельно принимает решение об использовании такой информации для целей совершения сделок и иных операций с указанными компаниями и/или финансовыми инструментами, а также несет в полном объеме все сопутствующие такому решению риски.

В аналитическом отчете может содержаться информация о ценных бумагах и производных финансовых инструментах, в отношении которых поручения физических лиц, не являющихся квалифицированными инвесторами, будут исполнены брокером только в случае положительного результата тестирования, либо в случае, предусмотренном в пункте 7 статьи 3.1 Федерального закона «О рынке ценных бумаг».

Настоящий документ (включая информацию, содержащуюся в нем) не подлежит распространению среди следующих лиц (и не предназначен для ознакомления с ним):

- любых американских физических и/или юридических лиц, в том числе граждан США, лиц, имеющих вид на жительство в США, и иных резидентов США,
- резидентов Европейского союза, которые относятся к категории розничных клиентов (лиц, не являющихся правомочными контрагентами и профессиональными инвесторами) в соответствии с Директивой «О рынках финансовых инструментов» II 2014/65/EU (MIFID II),
- резидентов Соединенного Королевства Великобритании и Северной Ирландии, а также резидентов иных юрисдикций за пределами Российской Федерации, которые относятся к категории розничных клиентов (лиц, не являющихся правомочными контрагентами и профессиональными инвесторами) в соответствии с применимым регулированием таких иных юрисдикций.

Если настоящий аналитический обзор (а равно любая информация в нем содержащаяся) окажется в распоряжении лица, на которое распространяются вышеуказанные ограничения, такое лицо не вправе осуществлять ознакомление с данным аналитическим обзором, передавать его оригинал или копии любым из вышеперечисленных лиц, должно оставить его без внимания и/или незамедлительно уничтожить (удалить) его / прекратить к нему доступ, а также приложить все усилия для уведомления СБЕРА о получении этого аналитического обзора по ошибке.

Данный аналитический обзор содержит информацию, полученную СБЕРОм от третьих лиц. СБЕР не несет ответственности за возможные убытки, финансовые или иные последствия, которые могут возникнуть в результате использования такой информации.

© 2023 СБЕР