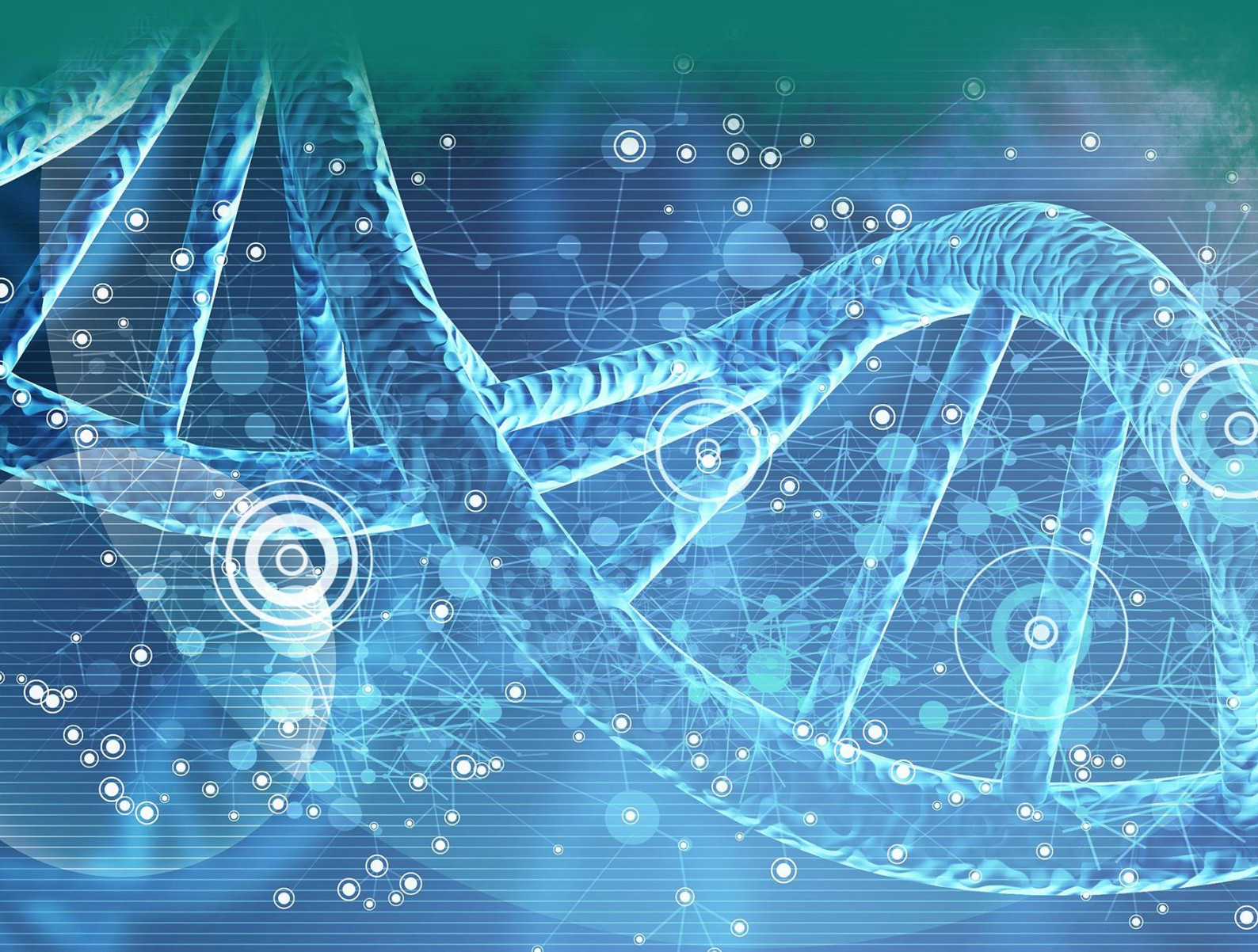


# Артген биотех

## Первый раз в first-in-class

27 ДЕКАБРЯ 2023



## Артген биотех

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, EBITDA – 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.
- **... позволяткратно увеличить финансовые показатели.** Успешный запуск на рынок этих препаратов позволит Артгену увеличить к 2030 году выручку в 15 раз по сравнению с 2023 годом, EBITDA – 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 EBITDA 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 ключевым фактором 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.

## Содержание

Артген биотех .....	2
Инвестиционный обзор .....	4
Краткое описание компании .....	4
Основные инвестиционные тезисы .....	4
Ключевые риски .....	5
Рынки присутствия Артгена.....	6
Дочерние компании и портфель перспективных разработок .....	7
Описание дочерних компаний .....	7
Описание текущего портфеля перспективных разработок .....	8
Прогноз финансовых показателей .....	11
Инвестиционная программа .....	11
Ключевые финансовые показатели .....	12
Сценарный анализ .....	16
Базовый сценарий .....	16
Оптимистичный сценарий .....	16
Оценка .....	18

# 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.

## 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 Артгена.**

**Сформированная экосистема для развития биотехнологических стартапов.** Компании и команды, разрабатывающие препараты внутри периметра Артгена, могут рассчитывать на различные меры поддержки от холдинга.

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.

- **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. 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.
- **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.
- **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/ЕБИТДА» (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 Артген.
- **Большая инвестиционная программа.** Артген входит в активную инвестиционную фазу в связи с расширением производственных мощностей и закупкой оборудования. Кроме того, продолжаются расходы на НИОКР для запуска на рынок новых продуктов. 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 ЕБИТДА» 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.
- **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.

## Рынки присутствия Артгена

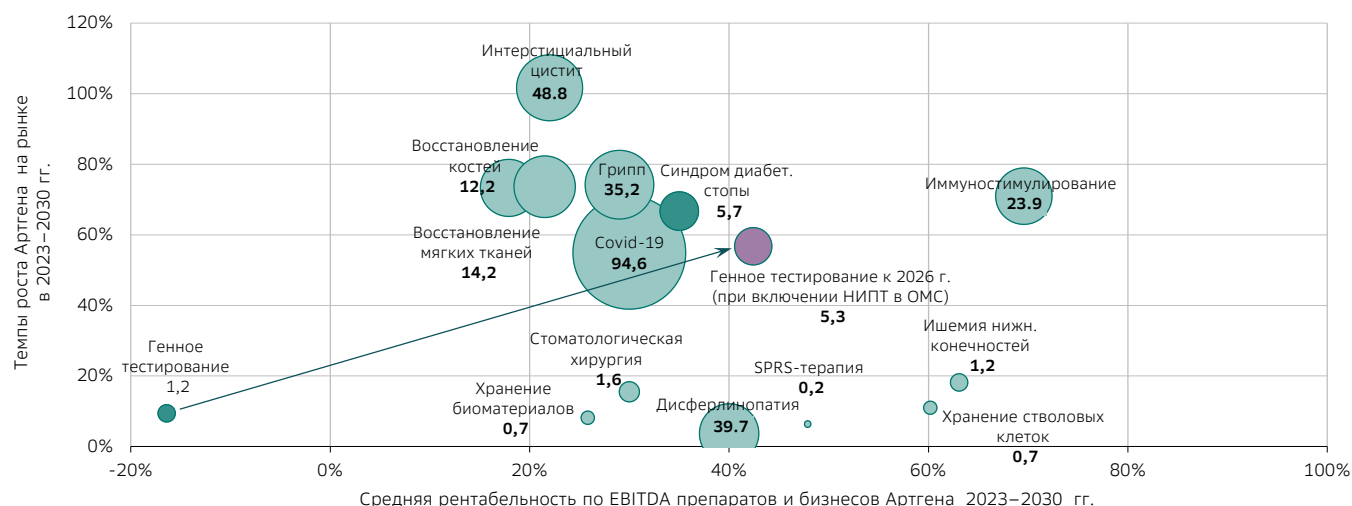
### Описание рынков

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 доля холдинга здесь незначительна. 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 – на рынках препаратов для иммуностимулирования, восстановления костей и мягких тканей, а также лечения цистита и гриппа.

### Размер рынков присутствия Артгена, млрд руб.



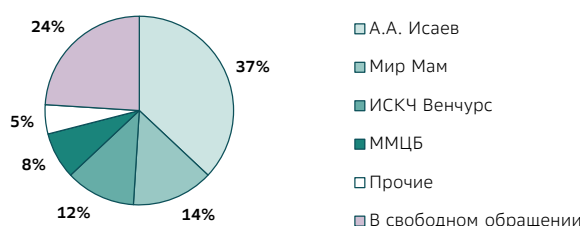
Примечание: Площадь круга соответствует размеру целевого рынка, в центре круга указаны темпы роста препаратов Артгена на этом рынке и рентабельность бизнеса по EBITDA Артгена на этом рынке.

Источник: СМН, компания, SberCIB Investment Research

### Структура акционерного капитала

Основные акционеры Артгена – основатель Артур Александрович Исаев, принадлежащая ему компания Мир Мам, а также ИСКЧ Венчурс и ММЦБ. Так, более 50% капитала Артгена принадлежит его основателю. Доля акций в свободном обращении – 24%.

### Структура акционерного капитала



Примечание: По состоянию на 30 июня 2023 г.

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
<b>Гемабанк</b>	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.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Персональное хранение ГСК пуповинной крови</li> <li>2) Персональное хранение мезенхимальных стволовых клеток</li> <li>3) Гемаскрин</li> </ol>	723	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) КриоЦентр</li> <li>2) Покровский БСК</li> <li>3) БСК ГК "Мать и Дитя"</li> <li>4) ООО "Транс-Технологии"</li> </ol>	<b>43%</b>
<b>Репробанк</b>	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.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Хранение репродуктивного материала от 1 года до 10 лет</li> <li>2) Сохранение спермы в целях биострахования</li> <li>3) Сохранение яйцеклеток в целях биострахования</li> <li>4) Сохранение эмбрионов с целью биострахования с проведением стимуляции суперовуляции</li> <li>5) Прочие услуги</li> </ol>	725	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) ВЕСП</li> <li>2) Кривоцит</li> <li>3) IVF Bank</li> </ol>	<b>30%</b>
<b>Генетико</b>	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.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) Исследование генома и экзоста</li> <li>2) Генетическое профилирование опухолей</li> <li>3) Неинвазивные пренатальные исследования</li> <li>4) Биоинформатика для медицинских и научных исследований</li> <li>5) Преимплантационные исследования</li> </ol>	1 205	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) ООО "Геномед"</li> <li>2) ООО "ПроГен"</li> <li>3) ООО "Медикал Геномекс"</li> <li>4) ООО "Эвоген"</li> <li>5) ООО "Ферст Генетикс"</li> </ol>	<b>Около 50%</b>
<b>SPRS</b>	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.	<ol style="list-style-type: none"> <li>1) SPRS-терапия</li> <li>2) Паспорт кожи</li> <li>3) SPRG</li> </ol>	200	Прямых конкурентов нет	<b>Около 100%</b>

Источник: СМИ, 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

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

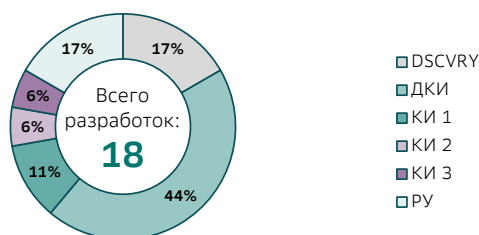
Большая часть препаратов и медицинских изделий находится на стадиях доклинических испытаний (ДКИ), что оказывает давление на оценку Артген. Этим разработкам еще только предстоит пройти самый затратный этап расходов на НИОКР – клинические испытания. При этом вероятность выхода на рынок препаратов на стадии 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 бетувакс,
- 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



## 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
<b>Бетувакс-ков-2</b>	Covid-19	Вакцина для профилактики Covid-19. Препарат обладает высоким профилем безопасности при высокой эффективности. Не содержит вирусных генов.	94,6	42 000	<b>Конкуренты-препараты:</b> Спутник V, Спутник Лайт, Аврора, КовиВак	4%
<b>Тетрафлюбет</b>	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	<b>Конкуренты-препараты:</b> Совигрипп, Ультрикс, Гриппол, Инфлювак, Флю-М	4%
<b>Комби 5V (Нацимбио)</b>	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%
<b>Бетусфера</b>	Иммуностимулятор	Инновационный иммуностимулятор на основе платформы "Бетусфера". Препарат усиливает активность иммунной системы для борьбы с острыми вирусными инфекциями	23,9	36 000*	<b>Конкуренты-препараты:</b> Циклоферон, полиоксидоний, гриппферон, виферон	5%
<b>РБТ-402</b>	ВПЧ	Рекомбинантная вакцина против вируса папилломы человека. Планируется использовать препарат для профилактики заболеваний, вызываемых ВПЧ.	–	–	<b>Конкуренты-препараты:</b> церварикс, гардасил	7%
<b>РБТ-501</b>	Аллерговакцина	Планируется, что вакцина будет использоваться при АСИТ-терапии для изменения реакции иммунной системы человека на воздействие аллергена.	–	–	<b>Конкуренты-препараты:</b> сталораль, антиполлин	5%
<b>Неоваскулген (ишемия нижних конечностей)</b>	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	<b>Конкуренты-препараты:</b> МНН пентоксифиллин, МНН цилостазол, МНН сулодексид <b>Конкурирующие методы лечения:</b> артериальные реконструкции, эндоваскулярные операции	67%
<b>Неоваскулген (синдром диабетической стопы)</b>	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	<b>Конкуренты-препараты:</b> пентоксифиллин, антибиотики <b>Конкурирующие методы лечения:</b> шунтирование, реконструкция артерий, радикальное дренирование	60%
<b>Неоваскулген (интерстициальный цистит)</b>	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	<b>Конкуренты-препараты:</b> гидроксизин, амитриптилин, пентозан полисульфат <b>Конкурирующие методы лечения:</b> крестцовая нейромодуляция, трансуретральная резекция, лазерная фильгурация	5%
<b>Неоваскулген (андрогенная алопеция)</b>	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	<b>Конкуренты-препараты:</b> финасерид, миноксидил, спиронолактон <b>Конкурирующие методы лечения:</b> иглоорефлексотерапия, мезотерапия, лазерная терапия, электрофорез, озонотерапия	15%
<b>Неоваскулген (травмы периферических нервов)</b>	Травмы периферических нервов	Стимулирует разрастание сосудов микроциркуляторного русла, что приводит к восстановлению питания нерва, ускоряя процессы его восстановления.	–	–	<b>Конкурирующие методы лечения:</b> нейрохирургия, физиотерапия, ЛФК	5-10%
<b>Препарат от дисферлинопатии</b>	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.	<b>Конкуренты-препараты:</b> прямых конкурентов нет <b>Косвенные конкуренты</b> – ритуксимаб, ресоларис <b>Симптоматическое лечение:</b> токоферола ацетат, грандаксин, кудесан <b>Конкурирующие методы лечения</b> - лечебный массаж, физиотерапия, введение витаминов В1, кортикостероидов, АТФ	100%

\* Количество упаковок, проданных в 2023 году.

Источник: СМИ, 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	<b>Гистографт</b>	Костнопластические операции		1,6	234	<b>Конкурененты-препараты:</b> Bio-oss, Easy Graft Classic, Cerabone, Биол-ост <b>Конкурирующие методы лечения:</b> нет информации	10%
	<b>Xeno-Bone</b>	Заболевания костной ткани		1,4	234	<b>Конкурененты-препараты:</b> A-Oss, Bio-oss, Easy Graft Classic, Cerabone, Биол-ост <b>Конкурирующие методы лечения:</b> нет информации	5%
	<b>Inject-Bone</b>	Заболевания костной ткани		1,4	234	<b>Конкурененты-препараты:</b> Bio-Oss Pen, Maxresorb inject <b>Конкурирующие методы лечения:</b> нет информации	5%
	<b>Inject-Soft</b>	Синдром диабетической стопы, ожоги, трофические язвы		14,2	1 338	<b>Конкурененты-препараты:</b> Коллост, Эмалан гель <b>Конкурирующие методы лечения:</b> нет информации	5%
	<b>3D-Bone</b>	Реконструктивные операции на костях скелета		7,7	243	<b>Конкурененты-препараты:</b> Geistlich Fibro-Gide, Фрезерованные блоки <b>Конкурирующие методы лечения:</b> нет информации	5%
	<b>Cover Bone</b>	Реконструктивные операции на костях скелета		1,0	107	<b>Конкурененты-препараты:</b> Bio – Gide, Jason Membrane, Мембрана барьерная перикардальная FIT <b>Конкурирующие методы лечения:</b> нет информации	5%
	<b>Supl-Bone</b>	Реконструктивные операции на костях скелета		0,7	178	<b>Конкурененты-препараты:</b> Microoss, Safescraper Twist <b>Конкурирующие методы лечения:</b> нет информации	5%
Генетико	<b>Пренетикс</b>	Неинвазивное пренатальное тестирование (НИПТ)		0,5	25,8	<b>Конкурененты-компани:</b> Геномед, Проген	57%
	<b>Эмбриотест</b>	Преимплантационное генетическое тестирование (ПГТ)		0,4	17,0	<b>Конкурененты-компани:</b> First Genetics, Igenomix	50%
	<b>Онконетикс</b>	Молекулярно-генетические тестирования (МГТ)		0,8	23,7	<b>Конкурененты-компани:</b> Соло-тест Атлас 48, собственные тесты у государственных и частных клиник	50%

Источник: СМИ, 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.

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.

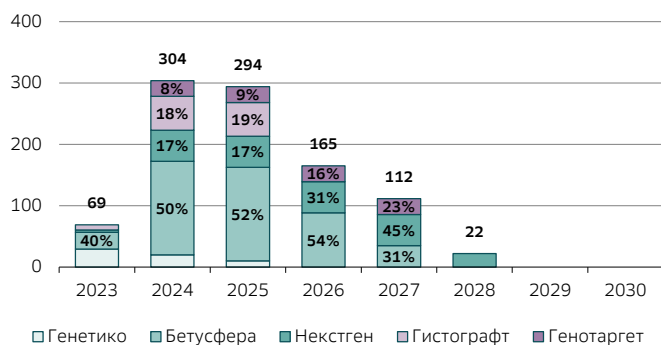
Поэтому компания планирует создать собственный производственный блок и закупать оборудование для производства необходимых объемов. Наибольшие инвестиции в основные средства, по нашим прогнозам, придутся на 2024–2027 гг. К 2027 году Артген планирует создать крупный производственный комплекс стоимостью 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.

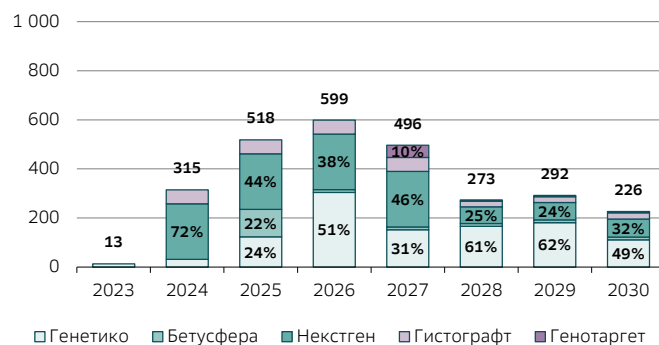
Согласно нашей модели, пик расходов на НИОКР придется на 2024–2025 гг., а к 2029 году компания завершит все инвестиции в НИОКР, необходимые для текущего портфеля разработок. До 2029 года Артген в совокупности потратит на НИОКР примерно 1 млрд руб.

**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.**



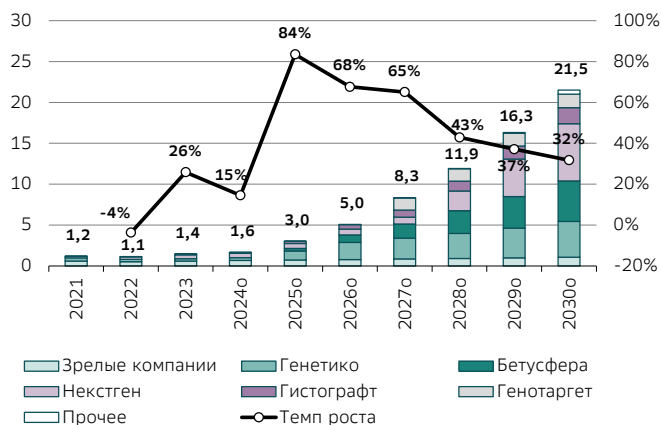
Источник: компания, SberCIB Investment Research

## Ключевые финансовые показатели

### ОЖИДАЕТСЯ РОСТ ВЫРУЧКИ В 15 РАЗ К 2030 ГОДУ ПО СРАВНЕНИЮ С 2023

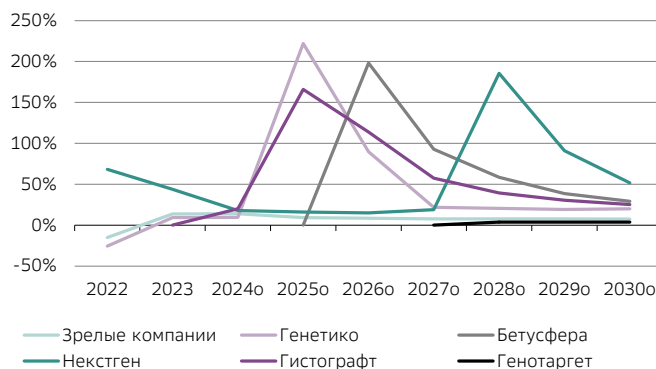
Основной рост выручки компании придется на 2025–2027 гг., когда на рынок выйдет большинство новых препаратов и увеличится рыночная доля тех, что были выпущены в предыдущие периоды. Далее темпы роста начнут стабилизироваться. Наибольшую долю выручки к 2030 году будет приносить Некстген, а Бетусфера и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

#### Структура и динамика выручки, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

#### Темпы роста выручки по сегментам

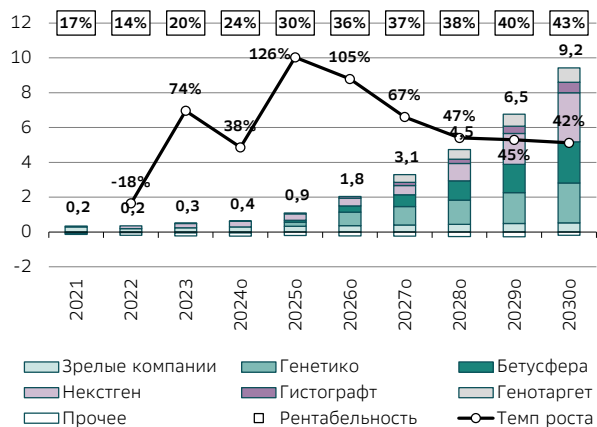


Источник: компания, SberCIB Investment Research

### ЕВИТДА К 2030 ГОДУ ВЫРАСТЕТ В 32,3 РАЗА ПО СРАВНЕНИЮ С 2023

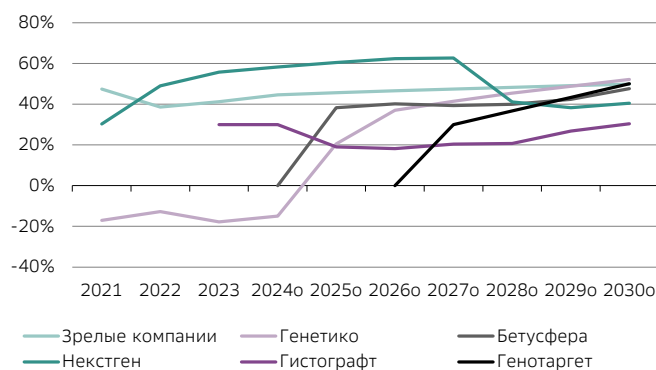
ЕВИТДА будет расти быстрее, чем выручка, благодаря факторам, которые мы перечислили выше, а также на фоне значительного повышения рентабельности (с 20% в 2023 году до 43% к 2030) после выхода на рынок новых разработок, защищенных патентами. Разработка, защищенная патентом, может иметь рентабельность 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.

#### Структура, рентабельность и динамика ЕВИТДА, млрд руб.



Источник: компания, SberCIB Investment Research

#### Рентабельность по ЕВИТДА по сегментам

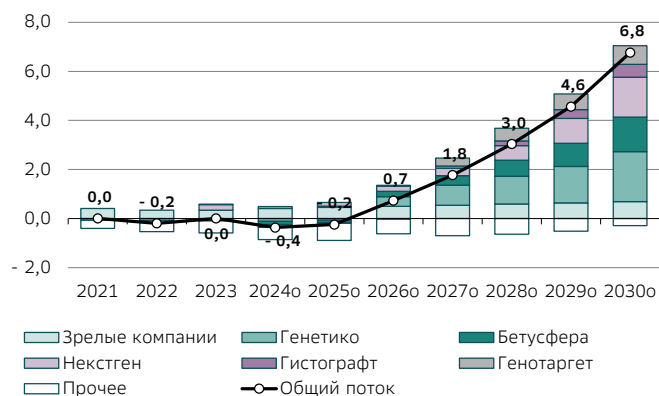


Источник: компания, SberCIB Investment Research

### СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

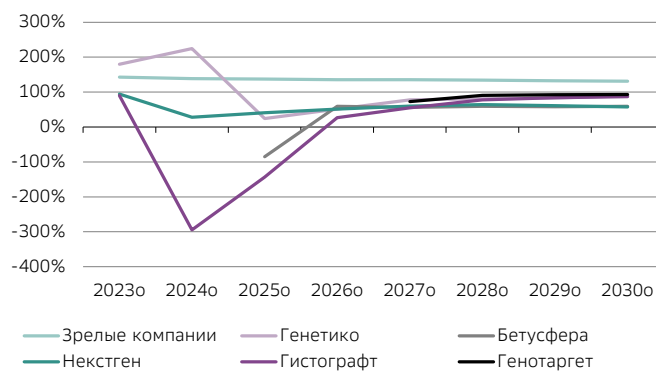
Свободный денежный поток группы, по нашим прогнозам, в 2024–2025 гг. будет отрицательным из-за активной инвестиционной деятельности. Большинство препаратов выйдут на рынок только в 2025–2028 гг., что обеспечит значительный положительный денежный поток от операционной деятельности в последующие периоды.

#### 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

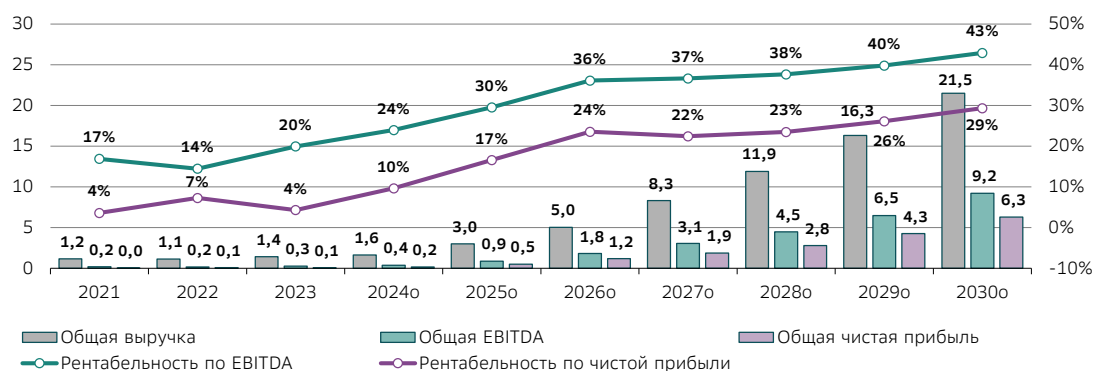
### АНАЛИЗ КЛЮЧЕВЫХ ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

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.

#### Динамика ключевых финансовых показателей, млрд руб.

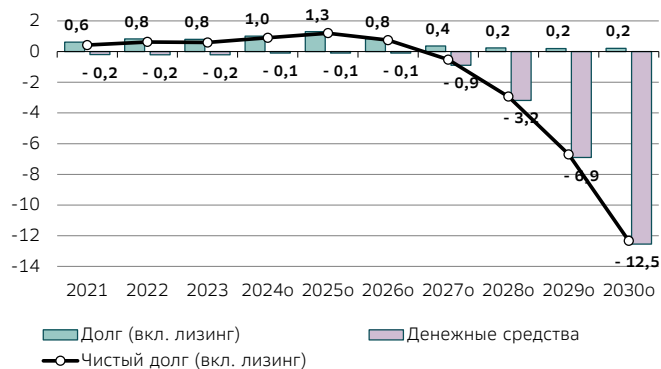


Источник: компания, SberCIB Investment Research

### ДОЛГОВЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

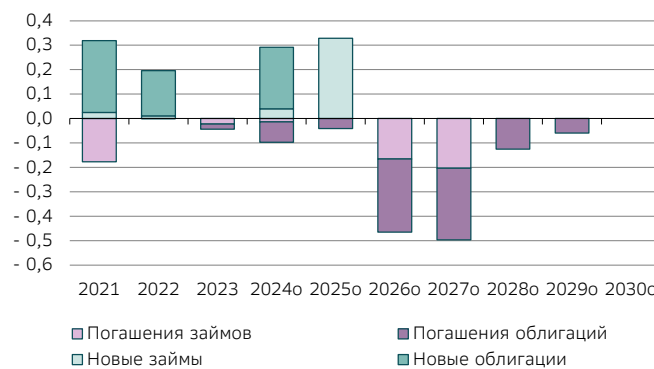
Долговые обязательства компании – это облигации холдинга и его «дочек», а также несколько кредитных линий. Согласно графику погашения долга, представленному компанией, все существующие облигации будут полностью погашены к 2030 году.

**Динамика чистого долга, млрд руб.**



Источник: компания, SberCIB Investment Research

**График погашения долга, млрд руб.**

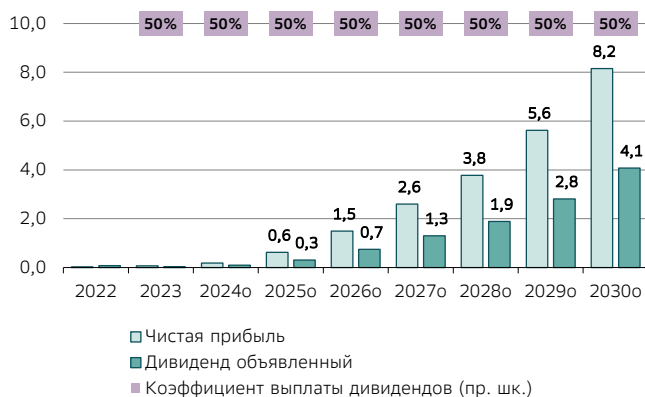


Источник: компания, SberCIB Investment Research

### 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

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

	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
<b>Выручка</b>	<b>1 431</b>	<b>1 639</b>	<b>3 009</b>	<b>5 044</b>	<b>8 328</b>	<b>11 901</b>	<b>16 321</b>	<b>21 504</b>
<b>Зрелые компании</b>	<b>583</b>	<b>665</b>	<b>726</b>	<b>787</b>	<b>848</b>	<b>913</b>	<b>982</b>	<b>1 056</b>
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
<b>Генетико</b>	<b>312</b>	<b>342</b>	<b>1 100</b>	<b>2 086</b>	<b>2 539</b>	<b>3 063</b>	<b>3 655</b>	<b>4 385</b>
<b>Бетусфера</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>304</b>	<b>907</b>	<b>1 748</b>	<b>2 770</b>	<b>3 842</b>	<b>4 967</b>
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
<b>Некстген</b>	<b>451</b>	<b>531</b>	<b>617</b>	<b>709</b>	<b>844</b>	<b>2 411</b>	<b>4 604</b>	<b>6 982</b>
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
<b>Гистографт</b>	<b>81</b>	<b>97</b>	<b>257</b>	<b>550</b>	<b>867</b>	<b>1 209</b>	<b>1 577</b>	<b>1 973</b>
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
<b>Генотаргет</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1 476</b>	<b>1 530</b>	<b>1 586</b>	<b>1 645</b>
<b>Прочее</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>75</b>	<b>497</b>
<b>EBITDA</b>	<b>285</b>	<b>393</b>	<b>889</b>	<b>1 821</b>	<b>3 051</b>	<b>4 480</b>	<b>6 494</b>	<b>9 226</b>
<b>Зрелые компании</b>	<b>240</b>	<b>296</b>	<b>331</b>	<b>366</b>	<b>402</b>	<b>441</b>	<b>482</b>	<b>526</b>
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
<b>Генетико</b>	<b>-56</b>	<b>-51</b>	<b>225</b>	<b>771</b>	<b>1 053</b>	<b>1 390</b>	<b>1 782</b>	<b>2 285</b>
<b>Бетусфера</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>116</b>	<b>364</b>	<b>687</b>	<b>1 106</b>	<b>1 626</b>	<b>2 364</b>
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
<b>Некстген</b>	<b>251</b>	<b>310</b>	<b>373</b>	<b>442</b>	<b>529</b>	<b>991</b>	<b>1 763</b>	<b>2 825</b>
Неоваскулген ИНК	251	310	373	442	518	601	704	816
Неоваскулген СДС	-	-	-	-	10	302	684	1 167
Неоваскулген - Цистит	-	-	-	-	-	88	375	842
<b>Гистографт</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>49</b>	<b>100</b>	<b>177</b>	<b>250</b>	<b>423</b>	<b>598</b>
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
<b>Генотаргет</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>443</b>	<b>561</b>	<b>687</b>	<b>822</b>
<b>Прочее</b>	<b>-175</b>	<b>-190</b>	<b>-206</b>	<b>-222</b>	<b>-240</b>	<b>-259</b>	<b>-269</b>	<b>-194</b>
<b>Свободный денежный поток</b>	<b>19</b>	<b>-358</b>	<b>-232</b>	<b>745</b>	<b>1 791</b>	<b>3 076</b>	<b>4 629</b>	<b>6 762</b>
<b>Зрелые компании</b>	<b>343</b>	<b>410</b>	<b>456</b>	<b>497</b>	<b>544</b>	<b>592</b>	<b>637</b>	<b>692</b>
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
<b>Генетико</b>	<b>-100</b>	<b>-115</b>	<b>55</b>	<b>398</b>	<b>818</b>	<b>1 126</b>	<b>1 487</b>	<b>2 039</b>
<b>Бетусфера</b>	<b>-</b>	<b>-132</b>	<b>-99</b>	<b>215</b>	<b>387</b>	<b>655</b>	<b>947</b>	<b>1 405</b>
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
<b>Некстген</b>	<b>238</b>	<b>87</b>	<b>153</b>	<b>227</b>	<b>318</b>	<b>637</b>	<b>1 080</b>	<b>1 625</b>
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
<b>Гистографт</b>	<b>22</b>	<b>-85</b>	<b>-70</b>	<b>27</b>	<b>97</b>	<b>195</b>	<b>356</b>	<b>519</b>
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
<b>Генотаргет</b>	<b>-</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>-26</b>	<b>323</b>	<b>510</b>	<b>635</b>	<b>768</b>
<b>Прочее</b>	<b>-483</b>	<b>-497</b>	<b>-700</b>	<b>-594</b>	<b>-696</b>	<b>-640</b>	<b>-512</b>	<b>-287</b>

Источник: компания, SberCIB Investment Research

## Сценарный анализ

Чтобы наша модель стала более адаптивна к изменению предпосылок, мы провели сценарный анализ.

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

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

Показатель	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
<b>Мультипликаторы</b>								
EV/EBITDA	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/EBIT	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
<b>Ключевые финансовые показатели</b>								
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%
EBITDA	285	393	889	1 821	3 051	4 480	6 494	9 226
Скорр. EBITDA	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. EBIT	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%
<b>Ликвидность и долговая нагрузка</b>								
Чистый долг	593	904	1 202	747	-523	-2 932	-6 702	-12 338
Чистый долг/скорр. EBITDA	2,1	2,3	1,4	0,4	-0,2	-0,7	-1,0	-1,3
EBIT/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
Денеж. 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
<b>Доходность для инвесторов</b>								
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 EBITDA 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.

### Ключевые финансовые показатели в рамках оптимистичного сценария, млн руб.

Показатель	2023	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
<b>Мультипликаторы</b>								
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
<b>Ключевые финансовые показатели</b>								
Выручка	1 460	1 681	3 968	7 182	11 408	15 765	21 270	27 655
<i>Рост</i>	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
<i>Рост</i>	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
<i>Рост</i>	19,8%	8,7%	122,1%	59,8%	57,5%	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
<i>Рост</i>	79,0%	40,8%	178,6%	132,5%	61,2%	43,7%	43,1%	40,8%
<i>Рентабельность</i>	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
<i>Рост</i>	-17,5%	157,4%	304,6%	154,4%	52,0%	45,4%	49,1%	45,4%
<i>Рентабельность</i>	4,7%	10,5%	18,0%	25,3%	24,2%	25,4%	28,1%	31,4%
<b>Ликвидность и долговая нагрузка</b>								
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
<b>Доходность для инвесторов</b>								
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

## Оценка

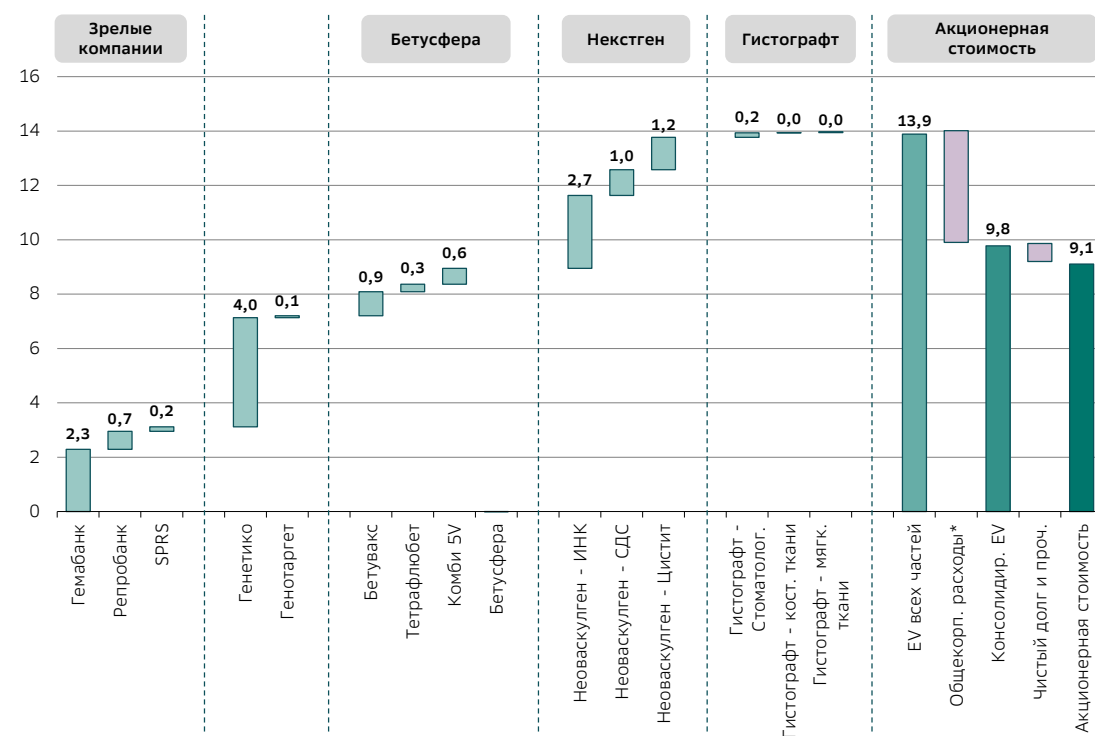
Мы оценили биотехнологический холдинг Артген по методу суммы составных частей (ССЧ). Стоимость предприятия (EV) каждого бизнеса, препарата и медицинского изделия была отдельно оценена по методу дисконтированных денежных потоков (ДДП). Мы применили динамическую средневзвешенную стоимость капитала, так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

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

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.

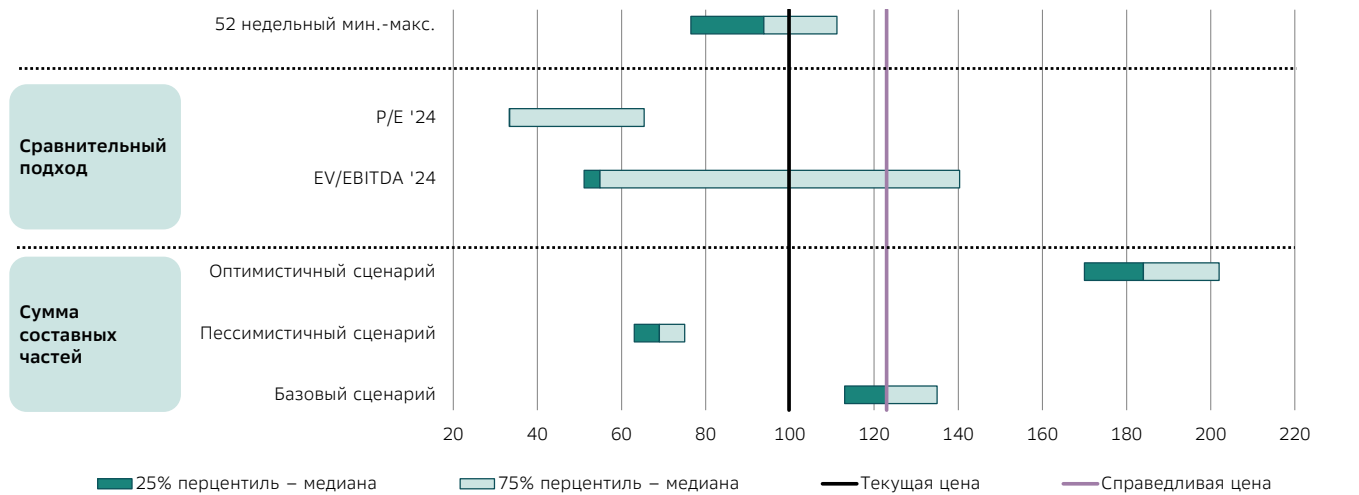


Источник: SberCIB Investment Research

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 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

## Финансовые показатели (IFRS), млн руб.

	2022	2023о	2024о	2025о	2026о	2027о	2028о
<b>Отчет о прибылях и убытках</b>							
<b>Выручка</b>	<b>1 137</b>	<b>1 431</b>	<b>1 639</b>	<b>3 009</b>	<b>5 044</b>	<b>8 328</b>	<b>11 901</b>
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
<i>Валовая рентаб.</i>	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)
<b>EBITDA</b>	<b>164</b>	<b>285</b>	<b>393</b>	<b>889</b>	<b>1 821</b>	<b>3 051</b>	<b>4 480</b>
<b>Скорректированная EBITDA</b>	<b>164</b>	<b>285</b>	<b>393</b>	<b>889</b>	<b>1 821</b>	<b>3 051</b>	<b>4 480</b>
<i>Рентабельность по EBITDA</i>	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	–	–	–	–	–	–	–
<b>Чистая прибыль</b>	<b>23</b>	<b>72</b>	<b>182</b>	<b>617</b>	<b>1 488</b>	<b>2 598</b>	<b>3 776</b>
<b>Скоррект. чистая прибыль</b>	<b>83</b>	<b>62</b>	<b>158</b>	<b>499</b>	<b>1 187</b>	<b>1 869</b>	<b>2 797</b>
<i>Чистая рентабельность</i>	7,3%	4,3%	9,7%	16,6%	23,5%	22,4%	23,5%
<b>Прибыль на акцию</b>	<b>1,12</b>	<b>0,83</b>	<b>2,13</b>	<b>6,73</b>	<b>15,99</b>	<b>25,18</b>	<b>37,68</b>
<b>Скорректированная прибыль на акц</b>	<b>0,31</b>	<b>0,83</b>	<b>2,13</b>	<b>6,73</b>	<b>15,99</b>	<b>25,18</b>	<b>37,68</b>
<b>Балансовый отчет</b>							
<b>Активы</b>							
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
<b>Активы</b>	<b>2 045</b>	<b>2 209</b>	<b>2 784</b>	<b>3 892</b>	<b>4 941</b>	<b>6 703</b>	<b>9 457</b>
<b>Обязательства</b>							
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
<b>Чистый долг (денежные средства)</b>	<b>630</b>	<b>593</b>	<b>904</b>	<b>1 202</b>	<b>747</b>	<b>(523)</b>	<b>(2 932)</b>
<b>Отчет о движении денежных средств</b>							
<b>Чистая прибыль</b>	<b>23</b>	<b>72</b>	<b>182</b>	<b>617</b>	<b>1 488</b>	<b>2 598</b>	<b>3 776</b>
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
<b>Ден. потоки от осн. деят-ти</b>	<b>220</b>	<b>345</b>	<b>517</b>	<b>830</b>	<b>1 780</b>	<b>2 835</b>	<b>4 135</b>
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)
<b>Ден. потоки от инвест. деят.</b>	<b>(347)</b>	<b>(161)</b>	<b>(735)</b>	<b>(941)</b>	<b>(894)</b>	<b>(735)</b>	<b>(382)</b>
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)
<b>Ден. потоки от фин. деят.</b>	<b>138</b>	<b>(181)</b>	<b>113</b>	<b>110</b>	<b>(887)</b>	<b>(1 316)</b>	<b>(1 459)</b>
Влияние курсовых разниц	(3)	–	–	–	–	–	–
<b>Чист. изм. ден. ср-в</b>	<b>12</b>	<b>4</b>	<b>(106)</b>	<b>–</b>	<b>–</b>	<b>784</b>	<b>2 294</b>
<b>Коэффициенты</b>							
Цена / прибыль	89,3	119,9	46,7	14,8	6,2	4,0	2,6
Стоимость предприятия / EBITDA	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/EBITDA	3,8	2,1	2,3	1,4	0,4	отр.	отр.
Совокупный долг/EBITDA	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%
Доход на вложенный капитал	9,9%	10,1%	12,1%	22,4%	37,5%	38,9%	37,4%
Дивиденды на акцию	–	1,00	0,48	1,23	4,15	10,02	17,50
Дивидендная доходность	–	1,0%	0,5%	1,2%	4,2%	10,0%	17,5%
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 EBITDA	-18%	74%	38%	126%	105%	67%	47%
Рост прибыли на акцию	-31%	168%	156%	215%	138%	57%	50%

Источник: компания, Sber CIB Investment Research