



Стратегия
автоследования
А-Клуб.Акции



Промомед

**Блокбастер
на рынке медицины**



ПРОМОМЕД

Инновации в биофармацевтике

Альфа-Банк

Инвестиционное заключение

Резюме

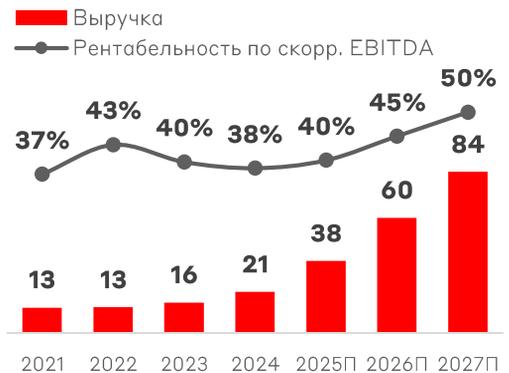
Промомед — лидер в сфере биофармацевтики, который специализируется на инновационных решениях, препаратах-блокбастерах, для здравоохранения. Компания разрабатывает и производит эффективные препараты для лечения тяжелых заболеваний. Ассортимент продукции компании разнообразен и в основном сосредоточен в области эндокринологии и онкологии.

Мы высоко оцениваем инвестиционную привлекательность эмитента на горизонте 2 лет благодаря масштабному расширению продуктового портфеля, выходу в высокомаржинальные нозологии и фокусированию на наиболее востребованных и маржинальных терапевтических отраслях. Прогнозируемое снижение процентных ставок в экономике существенно повысит справедливую оценку рыночной капитализации компании благодаря высоким темпам роста Промомеда и значительному денежному потоку на горизонте с 2027 года.

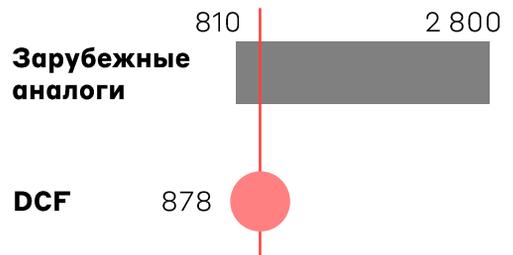
Ключевые факты

- Промомед – разработчик инновационных препаратов-блокбастеров, имеющих критическое значение для российской фармацевтической отрасли. Компания успешно разрабатывает препараты на замену иностранным мейджорам рынка.
- Промомед – одна из самых быстрорастущих компаний на МосБирже. В 2025 году ожидается рост выручки на 75% г/г при исключительной маржинальности бизнеса на уровне 40% по EBITDA.
- Оценка Промомеда имеет высокую чувствительность к снижению ключевой ставки. По нашим расчётам, целевая цена акций Промомеда через 2 года составляет 878 руб., что предполагает потенциал роста 115%. А при снижении доходности к погашению ОФЗ до менее 10% – потенциал роста акций может превысить 200%.
- Прогнозные мультипликаторы стоимости Промомеда отражают привлекательную оценку, которая не учитывает потенциальные темпы роста и маржинальность бизнеса. EV/EBITDA 26П Промомеда 3,9x – ниже глобальных компаний-аналогов в 3 раза. При этом прогнозный рост продаж компании превышает средний уровень аналогов почти в 6 раз при сопоставимой маржинальности по EBITDA.

Финансовые показатели Промомеда, млрд руб.



Диапазон целевой цены акций Промомеда через 2 года, руб.



Чувствительность целевой цены к УТМ 10У ОФЗ

Безриск. ставка	15%	13%	10%	8%	7%
Целевая цена	878	998	1 278	1 551	1 727
Апсайд за 2 г.	115%	145%	214%	281%	324%

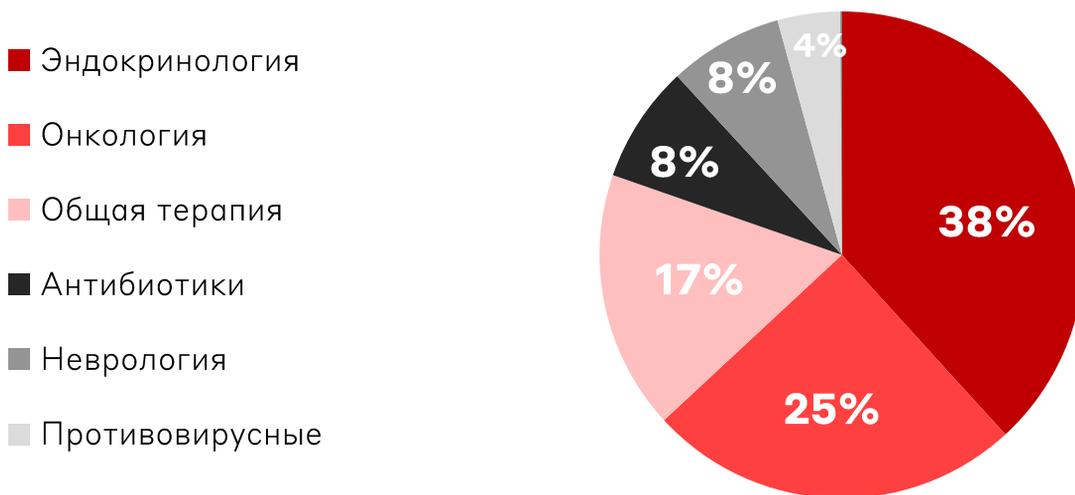
Источник: А-Клуб

Обзор бизнеса

Промомед — ведущая российская фармацевтическая компания с диверсифицированным портфелем, включающим более 350 препаратов в ключевых терапевтических сегментах. Среди них — как препараты-блокбастеры, так и инновационные биотехнологические разработки в области онкологии и эндокринологии. Компания обладает полным производственным циклом.

Промомед имеет диверсифицированную структуру производства и доходов по нозологиям, что обеспечивает устойчивость финансовых показателей.

Структура выручки Промомеда по нозологиям в 2024 году



Источник: данные Компании

На данный момент, одним из ключевых факторов, позволяющих Промомеду показывать опережающие темпы роста выручки, является **замещение объемов продаж** покинувших российский фармацевтический рынок иностранных фармацевтических корпораций. При этом Промомед обладает высокой обеспеченностью активными фармацевтическими субстанциями (АФС), что позволяет обладать **независимостью от зарубежных поставщиков**, а также позволяет показывать высокую валовую рентабельность производства.

Промомед производит биотехнологические, микробиологические, химические и пептидные субстанции. На заводе «Биохимик» производство АФС началось в 2018 году. В марте 2023 года там открыли новые мощности — одно из крупнейших в России производств (340 тонн АФС в год). Открытый новый цех включает две требующих выделения линии для субстанций (например, для производства токсичных веществ), и пять — для широкого спектра АФС на основе химического синтеза. Также на заводе есть цеха с линиями по производству АФС химическим и биотехнологическим способом.

Компания обладает сильной **инновационно-исследовательской экспертизой**, что позволяет ей подстраиваться к динамичным изменениям на фармацевтическом рынке.

В 2020 году Промомеду **удалось оперативно создать лекарства для лечения COVID-19** («Арепливир», «Эсперавир», «Скайвира») и заработать 18,7 млрд руб. выручки. Уже после завершения острой фазы пандемии компания смогла ребалансировать сегменты продуктового портфеля, что позволило перекрыть уходящие доходы от продаж препаратов COVID-19.

Группа разработала технологические платформы, **ускоряющие создание и вывод на рынок инновационных препаратов**. Они позволяют на основе готовых процессов разрабатывать технологии производства действующих веществ и лекарств, повышая адаптивность компании к новым задачам. Это ускоряет вывод препаратов на рынок.

Технологические платформы Промомеда

Платформа	Описание	Примеры продуктов	Результат
РНК-платформа	Биотехнологические препараты на основе РНК	<ul style="list-style-type: none"> Радамин Виро Индукторы интерферонов в различных формах 	<ul style="list-style-type: none"> Индукторы сразу 3 типов ИФН раннего типа с выраженными противовирусными, антибактериальными и противовоспалительными свойствами. Более высокий профиль безопасности.
ADC-Платформа	«Соединение» моноклонального антитела с химическим агентом посредством специфического линкера	<ul style="list-style-type: none"> 4 инновационных препарата для лечения онкологических заболеваний 	<ul style="list-style-type: none"> Оптимизированное создание препаратов ADC-терапии Возможности контрактного производства.
Терапия РНК-вирусов	Таргетное лечение РНК-вирусов (COVID-19, грипп, основные виды ОРВИ и другие)	<ul style="list-style-type: none"> Эсперавир 	<ul style="list-style-type: none"> Программа разработки универсальных препаратов с высокой эффективностью в отношении РНК-вирусов
Пептидные технологии	Синтез субстанций на основе пептидных молекул	<ul style="list-style-type: none"> Амбервин Пульмо Энлигрия Квинсента Велгия Тирзетта ВелгияЭКО 	<ul style="list-style-type: none"> Пептидные препараты с заданными свойствами
Биокаталитический синтез	Оптимизация синтеза и повышение чистоты АФС	<ul style="list-style-type: none"> Такролимус Кладрибин Дапаглифлозин Эмпаглифлозин 	<ul style="list-style-type: none"> Снижение себестоимости АФС

Источник: данные Компании

Промомед занимает **ведущие позиции в ЕАЭС по числу зарегистрированных и разрабатываемых лекарственных средств**. Компания активно расширяет географию регистраций, выводя препараты на рынки стран СНГ и других зарубежных государств.

Только в 2024 году было оформлено 38 регистрационных удостоверений, в том числе для экспортных поставок. Такой результат стал возможен благодаря отлаженным и постоянно совершенствуемым бизнес-процессам, обеспечивающим высокую эффективность регистрационной деятельности.

В I квартале 2025 года компания получила регистрационные удостоверения для 6 лекарственных препаратов и зарегистрировала 10 новых патентов.

Промомед расширяет свой базовый портфель, **добавляя препараты next-in-class** – современные аналоги известных лекарств для лечения социально значимых заболеваний. Это позволяет восполнить возможный дефицит востребованных препаратов в системе здравоохранения, а также предложить российскому рынку ранее недоступные терапевтические решения.

Патенты и интеллектуальная собственность Промомеда, шт.



Источник: данные Компании

Корпоративное управление

Мажоритарным акционером Промомеда является Петр Белый. Он обладает более 25 годами опыта руководства в сфере здравоохранения и является кандидатом медицинских наук в области гастроэнтерологии.

Совет директоров состоит из 9 директоров, 4 из которых являются независимыми. Председателем Совета директоров является мажоритарный акционер Петр Белый. 6 из 9 членов Совета директоров обладают опытом в здравоохранении и научно-исследовательской деятельности

Препараты-блокбастеры

Компания имеет широкий и сбалансированный ассортимент, включающий свыше 350 лекарственных средств, включая несколько блокбастеров — **высокодоходных лекарств с значительным рыночным спросом**. Компания имеет бестселлеры во всех ключевых нозологиях.

Препараты-аналоги мировых бестселлеров

Апалутамид

Показания: рак предстательной железы

Иностранный аналог: **Erleada – препарат от Janssen (Johnson & Johnson)**

Тирзетта

Показания: ожирение, сахарный диабет II типа

Иностранный аналог: **Mounjaro – оригинальный препарат от Eli Lilly**

Пеметрексед

Показания: немелкоклеточный рак легкого, мезотелиома

Иностранный аналог: **Alimta – оригинальный препарат от Eli Lilly**

Квинсента

Показания: сахарный диабет II типа, ожирение

Иностранный аналог: **Ozempic – оригинальный препарат от Novo Nordisk**

Велгия

Показания: ожирение, контроль веса

Иностранный аналог: **Wegovy – оригинальный препарат от Novo Nordisk**

Кабозантиниб, Леналидомид, Нилотиниб, Доцетаксел, Эрибулин

Показания: портфель онкологических препаратов с собственной технологией получения АФС высокой чистоты

Эсперавир, Ролнавир, Скайвир

Показания: противовирусный портфель для борьбы с РНК вирусами и ВИЧ

Линейка препаратов Амбене

Показания: инновационные хондропротекторы для лечения заболеваний суставов

Редуксин, Редуксин Форте, Энлигрин, Тирзетта

Показания: снижение веса и восстановление метаболического здоровья, профилактика сахарного диабета 2-го типа

БрейнМакс

Показания: инновационный нейропротектор для повышения активности работы мозга

Пайплайн портфеля препаратов

Нозология	Продукт	ДКИ	Фаза 1	Фаза 2	Фаза 3	Запуск*
Эндокринология	Велгия					*IV кв. 2024
	Тирзетта					* I кв. 2025
	WRYC15801				Next in class	2025
	WTBC08401					2025
	WTBC15701					2027
Онкология	LTBC01201					2025
	LTBC04901					2026
	LCBC02201				Next in class	2026
	LCBC02901					2026
	LTBB14701					2027
	LTBC14301		2025	2026	2027	2028
	LCBC14401		2025	2026	2027	2028
	LTBC14501		2025	2026	2027	2028
	LTBC14601		2025	2026	2027	2028
	LLFB13201		2025	2026	2027	2028
	LTBB15301		2025	2026	2027	2028
LRFB14801		2026	2027	2028	2030	
Неврология	XTBC13601					2025
	XTBC13701				Next in class	2026
	XTBC13801					2026
	MPFC15401					2025
Аутоиммунные заболевания	JLFC09301				2024	2026
	XRFB14901				2024	2026
	XTBC01801	2024	2025	2026	2027	2028
Противовирусные	JLAC14101	Есть действующее РУ			2024	2025
	JUFC11701	2024	2025	2026	2027	2026-28
	JTBC03701				Next in class	2025
Орфанные	XRYB12501		2024		Next in class	2025
Ветеринария	3 продукта				Next in class	2025-27

* фактический запуск

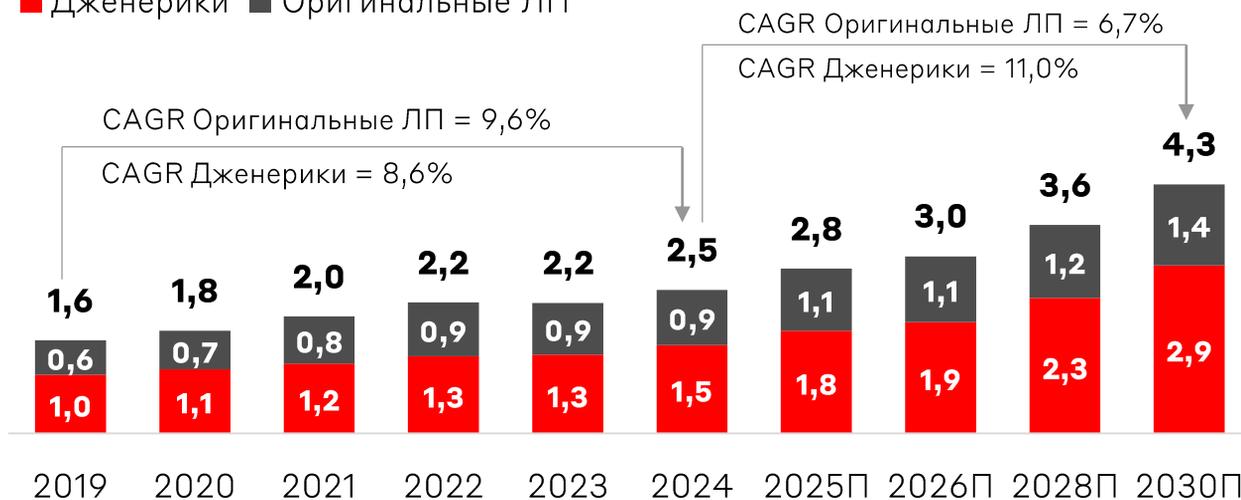
Источник: данные Компании

Обзор рынка

В ближайшие годы рост российского фармацевтического рынка будет обеспечиваться за счет **государственных мер поддержки**, нацеленных на предотвращение дефицита лекарств и укрепление фармацевтической безопасности страны. Среди ключевых тенденций эксперты отмечают **сокращение присутствия иностранных игроков** и увеличение доли отечественных производителей.

Объем рынка лекарственных препаратов, трлн руб.

■ Дженерики ■ Оригинальные ЛП



Источник: DSM Group

Российский фармацевтический рынок остается **фрагментированным и высококонкурентным**: ни один локальный производитель не занимает более 2,2% в денежном выражении. При этом крупнейшая иностранная компания на рынке удерживает не более 3,9% с отрицательной динамикой. В сумме доля топ-10 игроков не превышает 27,5%.

Динамика доли Промомеда на фармацевтическом рынке

среди локальных производителей без учета препаратов для лечения COVID-19



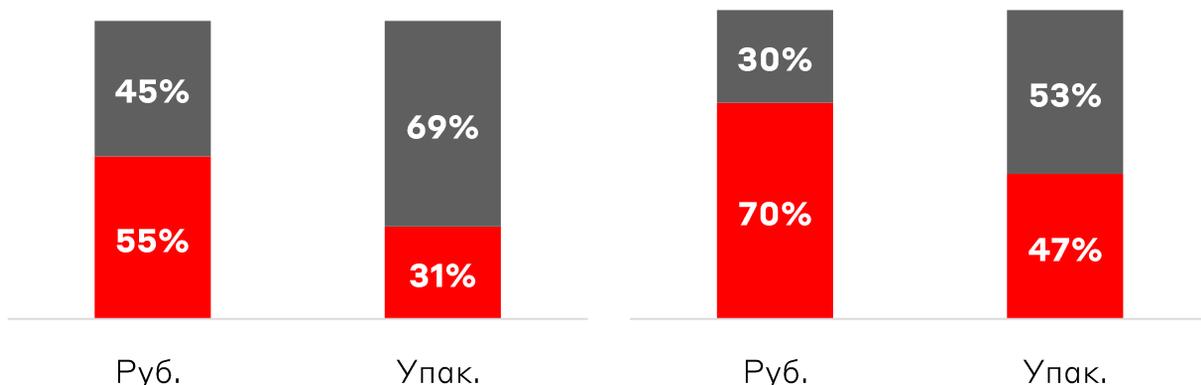
Источник: данные Компании

В 2024 году импортные препараты заняли 54,6% рынка в деньгах и 31% в упаковках. В натуральном выражении продажи снизились: российские лекарства - на 2,2%, импортные - на 3,1%. В денежном выражении рост составил 9,6% для локализованной и 10,1% для импортной продукции.

Доля рецептурных препаратов (Rx) достигла 69,5% в рублях и 47% (+1,5 п.п.) в упаковках, тогда как продажи ОТС (безрецептурные) в штуках упали на 5%.

Структура рынка в разрезе локализации и рецептурности

- Локализованные ЛП
- Rx
- Импортные ЛП
- ОТС



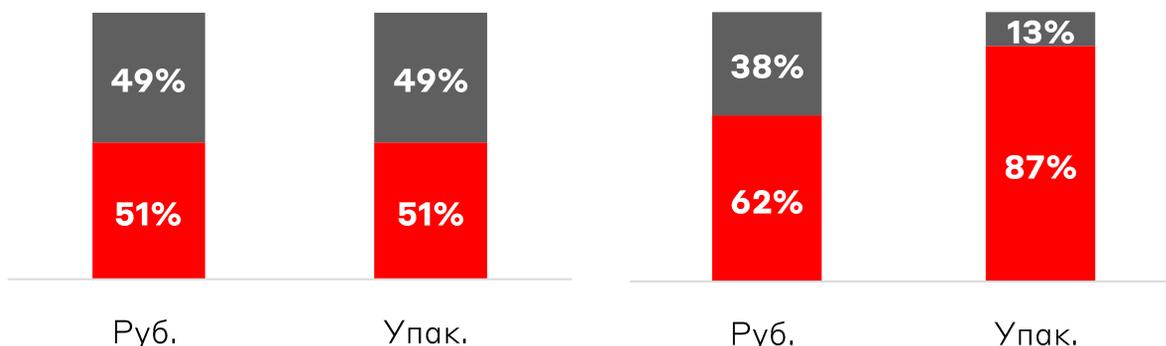
Источник: DSM Group

ЖНВЛП — это утверждаемый правительством перечень лекарств для госрегулирования цен, который ежегодно обновляется. В 2024 году их доля на рынке сократилась с 54% до 51% в деньгах, тогда как в упаковках сохранилась на уровне 51–52%. При этом не-ЖНВЛП показали рост на 15% в рублях, отчасти из-за более высокой инфляции в этом сегменте.

Доля оригинальных препаратов составила 38,3% в денежном выражении и 12,6% в упаковках, продолжив снижение из-за активного замещения дженериками.

Структура рынка в разрезе ЖНВЛП и типа препаратов

- ЖНВЛП
- не ЖНВЛП
- Оригинальные ЛП
- Дженерики



Источник: DSM Group

Промомед сосредоточен на самых перспективных и динамично развивающихся направлениях фармацевтического рынка – **лечении ожирения и онкологии**.

За последние 5 лет именно **эти области продемонстрировали наибольшие темпы роста** в мировой фармацевтике, а их потенциал в будущем оценивается как наиболее значимый на фармацевтическом рынке.

Динамика сегментов мирового фармацевтического рынка

	CAGR 2019-23	CAGR топ-12 сегментов мирового фарма рынка 2024-2028	Размер 2028, млрд долл.
Ожирение	73%	24-27%	74
Онкология	13%	14-17%	440
Ментальное здоровье	3%	9-12%	81
Неврология	2%	6-9%	103
Кашель и ОРВИ	3%	4-7%	15
Дерматология	6%	4-7%	30
ОДС	3%	4-7%	32
Боль	6%	4-7%	50
Респираторные заболевания	8%	3-6%	99
Диабет	12%	3-6%	184
ВИЧ	5%	2-5%	44
Иммунология	14%	2-5%	192

Источник: данные Компании, IQVIA

Ожирение – серьезный фактор риска развития диабета и других осложнений, включая сердечно-сосудистые заболевания, репродуктивные нарушения и онкологию. По прогнозам, **к 2035 году половина населения мира может столкнуться с этой проблемой**. В связи с глобальной пандемией ожирения возрастает потребность в эффективных методах лечения, способствующих безопасному и устойчивому снижению веса.

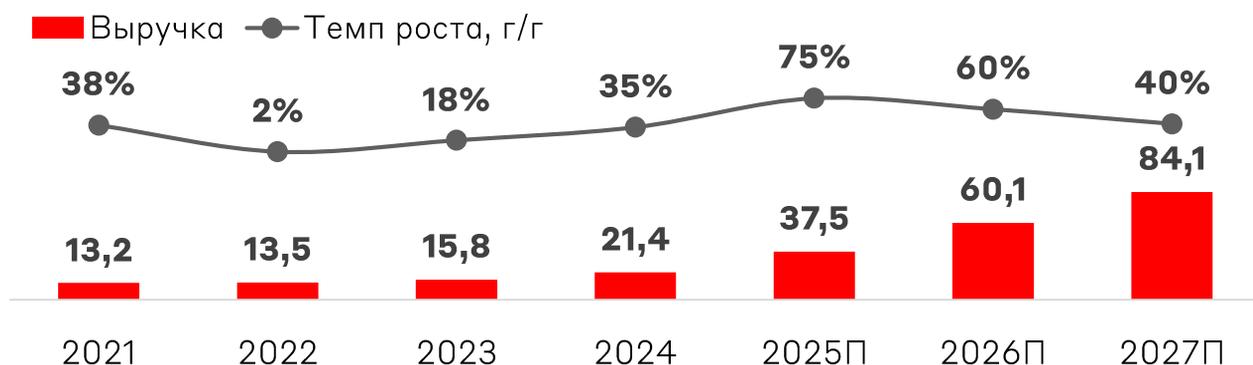
Онкологические заболевания демонстрируют устойчивый рост: ежегодно регистрируется свыше 20 млн новых случаев. Согласно данным ВОЗ, **рак остаётся второй ведущей причиной смертности в мире**. Однако благодаря развитию биотехнологий, включая таргетную терапию, моноклональные антитела и ADC-препараты, показатели выживаемости пациентов постепенно увеличиваются.

Промомед **активно развивает портфель инновационных препаратов** в этих ключевых направлениях, используя передовые биотехнологические решения.

Финансовые показатели

Дистрибуция продукции компании организована через два основных канала – розничные аптеки и госзакупки. Российский фармацевтический рынок демонстрирует устойчивую динамику импортозамещения, где местные производители постепенно вытесняют иностранных конкурентов. При этом **меры государственной поддержки создают дополнительные стимулы** для развития отечественных фармацевтических производителей, что в перспективе может положительно сказаться на инвестиционной привлекательности Промомеда.

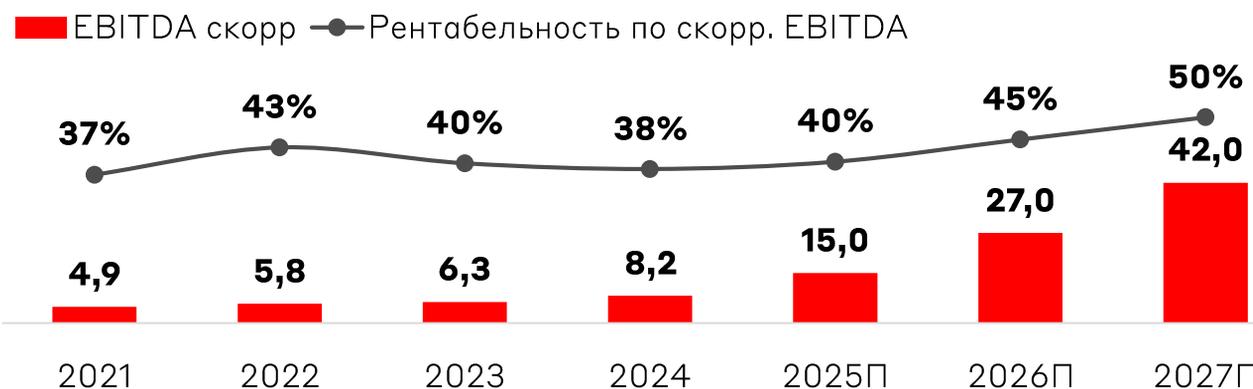
Выручка Промомеда, млрд руб.



Источник: данные Компании; А-Клуб

Компания намерена поддерживать высокий уровень операционной эффективности и увеличивать рентабельность за счёт **вывода на рынок инновационных высокомаржинальных лекарственных препаратов**. Этому будут способствовать развитие биотехнологических и R&D мощностей, цифровизация бизнес-процессов и адаптация операционной модели при расширении производства.

ЕБИТДА Промомеда, млрд руб.



Источник: данные Компании; А-Клуб

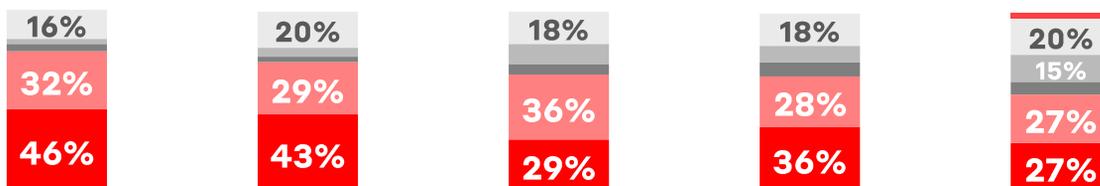
Долговая нагрузка Промомеда находится на умеренном уровне. Чистый долг/ЕБИТДА итогам 2024 года – 2,1х. В перспективе нескольких лет компания планирует последовательно сокращать долговую нагрузку. Это позволит повысить уровень дивидендных выплат в рамках действующей дивидендной политики.

Основу себестоимости Промомеда составляют расходы на сырьё и материалы. По мере создания новых препаратов расширяется доля расходов на ФОТ.

С 2021 года Промомед последовательно наращивает инвестиции в маркетинг. К 2024 году их доля в коммерческих расходах достигла 15%, причём ключевым направлением вложений стала телевизионная реклама для продвижения продуктового портфеля компании.

Структура расходов Промомеда

- Сырьё и материалы
- Расходы на ФОТ
- Амортизация
- Расходы на маркетинг
- Прочие расходы
- Разовые расходы на IPO

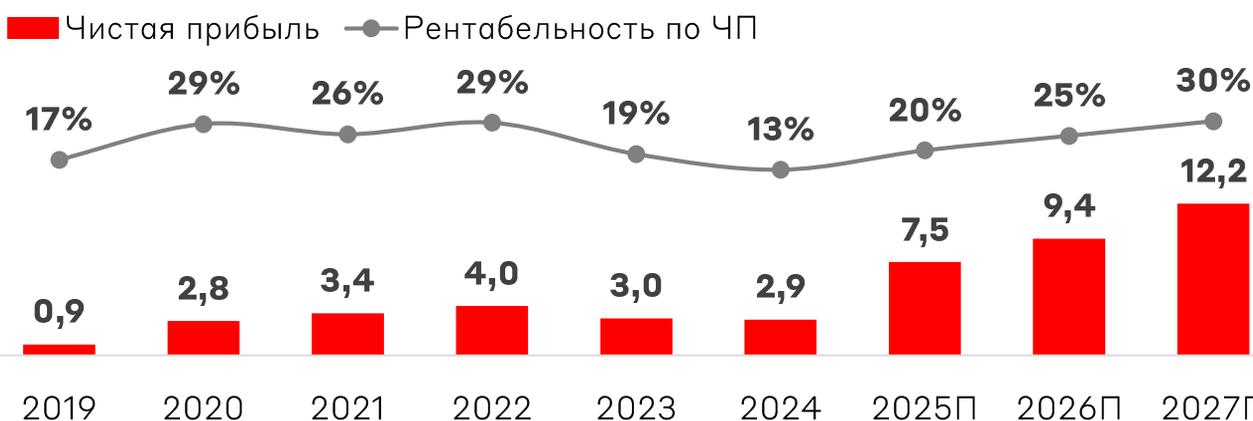


2020 2021 2022 2023 2024

Источник: данные Компании

Согласно дивидендной политике компании, выплаты осуществляются ежегодно. Источником дивидендов выступает прибыль по РСБУ, однако расчёт производится на основе скорректированной прибыли по МСФО. Под ней понимается чистая прибыль по МСФО за вычетом капитальных затрат на ОС и НМА с добавлением амортизации этих активов. **В ближайшие годы мы не ожидаем высокой дивидендной доходности** акций эмитента ввиду фокуса на рост бизнеса.

Чистая прибыль (млрд руб.) и дивидендная политика Промомеда



Уровень долговой нагрузки

Уровень дивидендной выплаты

Чистый долг/EBITDA ≤ 1x

Не менее 50% от скорр. чистой прибыли

1 < Чистый долг / Скорр. EBITDA LTM ≤ 2

Не менее 25% от скорр. чистой прибыли

2 < Чистый долг / Скорр. EBITDA LTM ≤ 2,5

Не менее 15% от скорр. чистой прибыли

Чистый долг / Скорр. EBITDA LTM > 2,5

По решению Совета директоров

Источник: данные Компании; А-Клуб

Стратегия развития

Стратегия Промомеда направлена на **создание инновационных препаратов, их эффективное продвижение и повышение операционной эффективности.**

Ключевые приоритеты:

- Расширение продуктового портфеля.
- Оптимизация операционной модели.
- Развитие экспорта для долгосрочного роста.

Компания планирует достичь увеличения объема продаж до 240 млрд рублей к 2032 году, что предполагает **рост выручки в среднем более чем на 35% в год**, что втрое выше ожидаемых темпов роста по рынку в целом.

Стратегические цели Промомеда

Расширение горизонтов терапии за счет инновационных препаратов

Доля Промомеда на рынке новых препаратов



- Фокус на разработке инновационных лекарственных средств.
- Создание доступной высокотехнологичной терапии.
- Лечение хронических заболеваний.
- Изменение прогноза ранее неизлечимых заболеваний.

Опережающие рынок темпы роста базового портфеля

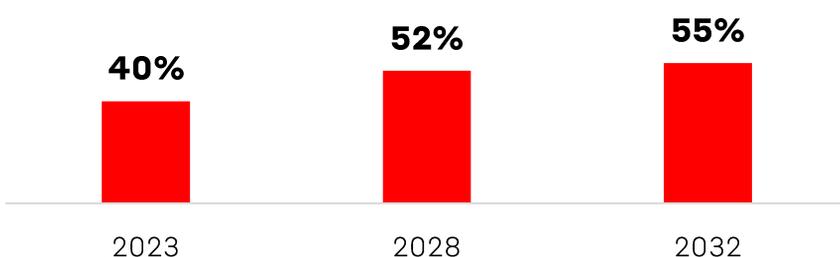
Среднегодовой темп роста продаж Промомеда



- опережение конкурентов.
- Рост проникновения в социально значимых терапевтических областях.
- Замещение уходящих производителей.
- Обеспечение национальной безопасности.

Поддержание высоких стандартов операционной эффективности

Рентабельность по EBITDA



- Оптимизация операционной модели.
- Быстрое наращивание мощностей в биотехнологиях и R&D.
- Полномасштабная цифровизация и внедрение ИИ
- Отлаженные процессы S&OP и проектного управления

Источник: данные Компании

SWOT-анализ

Сильные стороны

- Сильные позиции на рынке государственных закупок.
- Акцент на перспективные направления – производство современных препаратов в области эндокринологии, онкологии и иммунологии.
- Собственное полное производство для ряда лекарств, включая выпуск фармацевтических субстанций.
- Сильная динамика роста выручки (СГТР 5 лет – 33%) при высокой маржинальности.

Слабые стороны

- Интенсивное использование оборотного капитала.
- Стратегия развития требует значительных финансовых ресурсов (CapEx и R&D).
- Растущие финансовые расходы и всё еще повышенная долговая нагрузка.
- Специализация портфеля на двух нозологиях – 63% от доходов сконцентрировано в препаратах в эндокринологии и онкологии.
- Низкая дивидендная доходность.

Возможности

- Рост доли рынка за счет ухода иностранных фармкомпаний.
- Эффективное развитие дочерней структуры «Артселленс».
- Фокус на перспективный онко-сегмент – выход на рынок с устойчивым госфинансированием.
- Поддержка государства – использование мер господдержки отечественных фармпроизводителей.

Угрозы

- Провал в клинических исследованиях новых препаратов.
- Усиление конкуренции.
- Снижение госфинансирования здравоохранения.
- Кадровые проблемы (рост зарплат, дефицит специалистов).
- Срывы сроков запуска новых производственных мощностей.
- Сохранение высоких процентных ставок.
- Потенциальные судебные разбирательства.

Итоги IPO

Промомеду **удалось достичь поставленных на 2024 год финансовых целей**, несмотря на турбулентные макроусловия. Стремление менеджмента компании к достижению объявленных прогнозов является важным позитивным сигналом для инвесторов. Это поддерживает доверие и уверенность в долгосрочных перспективах устойчивости темпов роста будущих финансовых результатов. Кроме того, **по темпам роста выручки Промомед является одним из лидеров среди публичных российских компаний.**

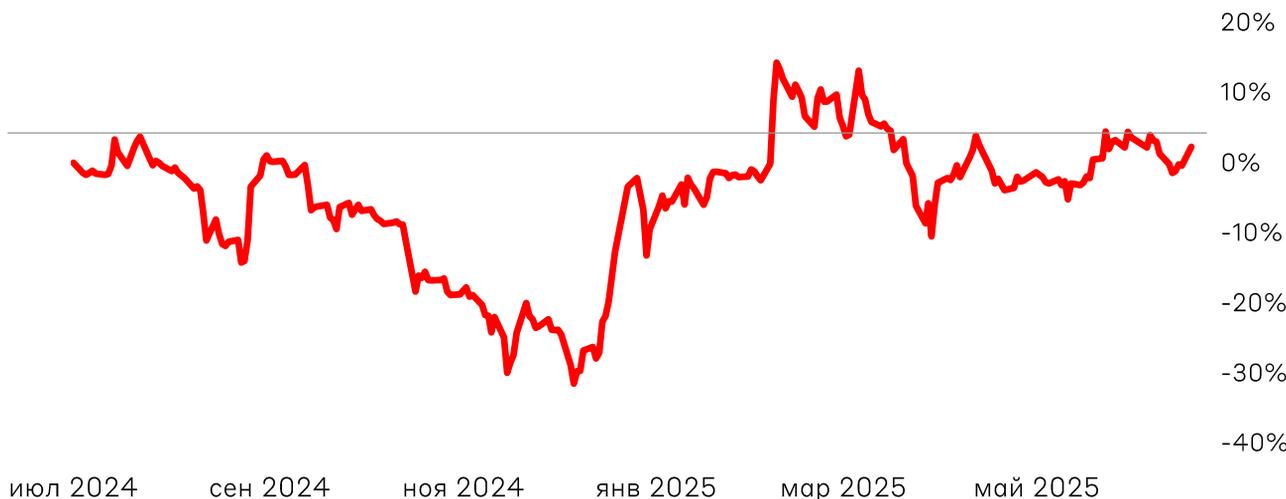
Выполнение прогнозов Промомедом

Показатель	Прогноз 2024	Факт 2024	Прогноз 2025
Рост выручки	>+35%	+35,4%	+75%
Рентабельность по скорр. EBITDA	>35%	38%	40%
Рентабельность по чистой прибыли	>15%	19%	20%
Чистый долг / скорр. EBITDA	<2,5x	2,1x	

Источник: данные Компании

С момента публичного размещения динамика акций Промомеда демонстрировала высокую волатильность. Ключевым фактором давления на котировки в 2024 году стало повышение уровня ключевой ставки до 21%. Однако после заседания совета директоров ЦБ РФ в декабре прошлого года, итоги которого инвесторы на российском фондовом рынке восприняли позитивно, акции смогли отыграть падение стоимости уже в I квартале 2025 года. На данный момент **акции торгуются вблизи цены размещения.**

Динамика стоимости акций Промомеда с момента IPO



Источник: Сbonds

Сравнительная оценка

Промомед показал сильные финансовые показатели в 2024 году, опережающие результаты аналогов из развивающихся стран. При этом **прогнозные значения мультипликатора EV/ЕВITDA ниже уровней оценки конкурентов даже с учётом дисконта российского рынка**, что говорит о привлекательности оценки.

Оценка стоимости бизнеса (1/2)

	СГТР выручки 2025-26П	Рентаб. ЕВITDA 2025-26П	EV/ЕВITDA 2025П	EV/ЕВITDA 2026П
Промомед	62%	40%	7,0x	3,9x
Озон Фармацевтика	22%	35%	5,9x	4,9x

Фармацевтические компании из развивающихся стран

Jamjoom	15%	32%	26,2x	23,0x
Sun Pharm.	10%	28%	23,6x	20,9x
Aspen Pharm.	3%	26%	7,4x	6,5x
Hikma Pharm.	5%	27%	8,2x	7,6x
Cipla	8%	24%	15,9x	15,2x
Dr Reddy's	3%	24%	11,5x	14,0x
Aurobindo Pharma	8%	21%	9,1x	8,4x
Zydus Lifesciences	7%	26%	14,4x	15,1x
Amneal Pharm	7%	22%	7,6x	7,0x
Biocon	16%	23%	17,8x	14,2x
Shanghai Fosun Pharm.	3%	13%	18,7x	16,9x
Torrent Pharm.	13%	34%	27,5x	24,1x
Huadong Medicine Co	8%	13%	13,0x	11,6x
CSPC Pharm.	4%	26%	9,1x	9,1x
Среднее	8%	24%	15,0x	13,8x

Дисконт российского рынка (IMOEX) к развивающимся странам (MSCI EM) = 59%

Среднее с учетом дисконта			6,1x	5,6x
----------------------------------	--	--	------	------

Оценка Промомеда по EV/EBITDA выше уровней аналогов из развитых стран с учётом странового дисконта. Однако при сравнении ожидаемых темпов роста выручки и уровня рентабельности EBITDA этому есть объяснение – **прогнозный рост продаж компании превышает средний уровень аналогов почти в 6 раз при сопоставимой маржинальности EBITDA.**

Без учёта странового дисконта текущие уровни оценки Промомеда ниже аналогов в 3 раза. Это означает, что при потенциальном геополитическом смягчении акции компании могут показать значительное увеличение стоимости на фоне сокращения странового дисконта.

Оценка стоимости бизнеса (2/2)

	СГТР выручки 2025-26П	Рентаб. EBITDA 2025-26П	EV/EBITDA 2025П	EV/EBITDA 2026П
Промомед	62%	40%	7,0x	3,9x
Озон Фармацевтика	22%	35%	5,9x	4,9x
Фармацевтические компании из развивающихся стран				
Eli Lilly & Co	26%	45%	29,8x	22,9x
Novo Nordisk	15%	50%	12,5x	10,8x
AstraZeneca	6%	36%	12,1x	10,9x
Sanofi	4%	31%	7,9x	7,3x
Roche Holding	4%	38%	9,7x	9,3x
Novartis	4%	42%	12,6x	12,4x
Recordati Industria	10%	38%	13,2x	12,2x
Среднее	10%	40%	14,0x	12,3x
<i>Дисконт российского рынка (IMOEX) к развитым странам (MSCI World Index) = 74%</i>				
Среднее с учетом дисконта			3,6x	3,2x

Источник: Bloomberg; А-Клуб

Доходный подход

Для оценки бизнеса был также применён метод дисконтированных денежных потоков (DCF). Наш финансовый прогноз базируется на базовых предположениях менеджмента к IPO с экспертной корректировкой.

Базовые предположения

- **Выручка.** Прогноз выручки на 2025 год основан на ожиданиях компании по темпу роста 75% относительного прошлого года за счёт выхода на рынок сразу нескольких инновационных препаратов. Далее, ожидается постепенное замедление роста доходов до 35% к 2029 году и СГТР 15% в последующие периоды. Наши прогнозы предполагают более медленные темпы роста выручки относительно амбиций менеджмента как часть более консервативного взгляда на успешность разработки и запуска в срок препаратов всех нозологий из пайплана портфеля. Ключевые факторы роста выручки – вывод на рынок новых инновационных препаратов и укрепление позиций на рынках препаратов базового портфеля.
- **EBITDA.** Промомед имеет операционную рентабельность на уровне мировых мейджоров фармацевтического рынка. Мы ожидаем дальнейшее уменьшение маржинальности бизнеса за счёт вывода на рынок более рентабельных инновационных препаратов. По мере замедления темпов роста выручки компания сумеет оптимизировать R&D расходы и адаптировать операционную модель под расширение производственных мощностей. На 2025 год ожидаем рентабельность по EBITDA Промомеда на уровне прогноза менеджмента 40%, с последующим улучшением до 50% в ближайшие годы.
- **CapEx.** Капитальные расходы (CapEx) Промомеда в последние годы находились на повышенном уровне из-за агрессивных инвестиций в расширение производства и одновременного запуска нескольких инновационных лекарственных препаратов. В отдельные годы доля капитальных затрат от выручки превышала существенные 40%. В ближайшие годы мы ожидаем постепенное снижение инвестиционной программы со стабилизацией CapEx на уровне 6% от выручки.
- **WACC.** Средневзвешенная ставка дисконтирования (WACC) составила 21,7%. При этом Промомед, будучи компанией роста, имеет высокую чувствительность к изменению процентных ставок в экономике. Поэтому нами был проведён анализ чувствительности оценки справедливой капитализации компании к изменению безрисковой ставки (risk-free rate).
- **TGR.** В качестве темпа роста в постпрогнозном периоде (TGR) использовалось значение 5%. Это превышает целевой уровень инфляции Банка России на 1 п. п., отражая высокую способность компании к переносу цен на потребителей и запуск новых препаратов на фармацевтическом рынке России.
- **Рубль.** Функциональная валюта для расчётов определяется источником доходов компании и ориентированностью на внутренний рынок.
- **2025-2029 гг.** Прогнозный период – 5 лет. На постпрогнозный (терминальный) период приходится более 70% стоимости компании.

В рамках данного отчёта мы оценивали справедливую оценку рыночной капитализации Промомеда через 2 года. **При текущих ставках целевая цена акций Промомеда через 2 года составляет 878 руб.** Таким образом, компания имеет высокую степень инвестиционной привлекательности на горизонте 2 лет при успешной реализации стратегии развития и программы запуска пайплайна портфеля лекарственных препаратов.

Метод дисконтированных денежных потоков, млрд руб.

	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Выручка	37,5	60,1	84,1	117,7	158,9
<i>Рост выручки</i>	75%	60%	40%	40%	35%
ЕБИТДА	15,0	27,0	42,0	58,9	79,4
<i>Рентабельность по ЕБИТДА</i>	40%	45%	50%	50%	50%
НОРАТ	10,1	18,4	29,0	40,6	54,9
Амортизация	1,5	2,4	3,3	4,7	6,3
Изменения в СОК	(8,2)	(13,5)	(11,0)	(11,0)	(11,0)
Капитальные вложения	(6,4)	(7,8)	(8,4)	(7,0)	(9,5)
Свободный денежный поток (FCFF)	(2,9)	(0,4)	12,9	27,2	40,6
Дисконтированный денежный поток	(2,7)	(0,4)	9,6	10,2	6,3
Дисконтированный денежный поток 2027			11,7	22,4	30,3
Постпрогнозная стоимость 2027	137,0				
Стоимость бизнеса 2027	201,4				
Рыночная капитализация	186,5				
Целевая цена через 2 года, руб.	878				

Источник: А-Клуб

Расчёт средневзвешенная ставки дисконтирования (WACC)

Показатель	02.07.2025	Комментарий	Источник
Безрисковая ставка (RFR)	14,8%	УТМ 10У ОФЗ	МосБиржа
Премия за риск инвестирования в акции (ERP)	7,0%	Рыночная премия на МосБирже	А-Клуб
Рычаговый коэфф. бета	1,01x	Формула Хамады	$\beta_{unlev} \times [1 + D/E \times (1 - T)]$
Бета без учёта структуры капитала	0,92x	Аналоги	Дамодаран
Доля заёмного капитала (D/E)	13%	Аналоги	Дамодаран
Ставка налога на прибыль	25%	Ставка налога	НК РФ
Премия за размер	0,55%	Тек. капитализ.	Kroll (Duff & Phelps)
Стоимость собств. капитала	22,4%	Модель CAPM	Расчёт
Стоимость заёмного капитала	21,5%	Облигации	МосБиржа
WACC	21,7%	Модель WACC	Расчёт

Источник: МосБиржа; Дамодаран; Kroll; А-Клуб

Промомед как компания роста имеет высокую чувствительность оценки справедливой рыночной капитализации к изменению процентных ставок в экономике. Мы промоделировали потенциальную цену акций Промомеда в зависимости от безрисковой ставки (доходность к погашению 10-летних ОФЗ) через 2 года. Представленные результаты предполагают существенное расширение потенциала роста от текущей цены благодаря росту постпрогнозной стоимости бизнеса, а также более дальних периодов, когда компания выйдет на положительный свободный денежный поток.

Анализ чувствительности оценки справедливой капитализации Промомеда к безрисковой ставке

Безрисковая ставка	20%	17%	15%	13%	10%	8%	7%
Целевая цена, руб.	639	760	878	998	1 278	1 551	1 727
Потенциал роста за 2 года	57%	87%	115%	145%	214%	281%	324%

Источник: А-Клуб

Глоссарий

Термин	Определение
Антиретровирусные препараты	Термин относящийся к препаратам, веществам или терапии, направленный против ретровирусов
Апсайд	Потенциал роста стоимости
Биокаталитический синтез	Метод получения химических соединений с использованием ферментов или целых клеток (микроорганизмов, растений, грибов) в качестве катализаторов.
Блокбастер	Чрезвычайно прибыльный и популярный лекарственный препарат
ВИЧ	Вирус иммунодефицита человека. Ретровирус, который поражает иммунную систему, разрушая CD4+-лимфоциты (клетки, отвечающие за защиту организма от инфекций)
г/г	Сравнение относительно аналогичного периода прошлого года
Дженерик	Аналог оригинального лекарственного препарата, который содержит то же действующее вещество, но производится другими компаниями после истечения срока патентной защиты оригинала
ЕАЭС	Евразийский экономический союз
Индуктор интерферонов	Вещество (синтетическое или природное), которое стимулирует выработку интерферонов в организме.
Мейджор	Лидер
Миорелаксант	Лекарственное средство, вызывающее расслабление скелетной мускулатуры за счет воздействия на нервно-мышечную систему
Моноклональные антитела	Искусственно созданные иммунные белки, идентичные друг другу и направленные против одной конкретной мишени
МСФО	Международные Стандарты Финансовой Отчетности
НМА	Нематериальные активы
Нозология	Раздел медицины, изучающий классификацию, описание и дифференциацию болезней на основе их причин
ОДС	Острая Дыхательная Недостаточность. Угрожающее жизни состояние, при котором лёгкие не могут обеспечить достаточное насыщение крови кислородом
ОРВИ	Острая респираторная вирусная инфекция. Группа вирусных заболеваний, поражающих верхние дыхательные пути (нос, горло, трахею, бронхи)
ОС	Основные средства
ОФЗ	Облигации Федерального Займа
Пептидные препараты	Лекарственные средства, основным действующим компонентом которых являются пептиды — короткие цепочки аминокислот (от 2 до 50 звеньев)
Пайплайн	Динамический план, отражающий последовательность и статус задач, проектов или сделок на определенном временном горизонте

Термин	Определение
РНК-вирус	Вирус, генетический материал которого представлен рибонуклеиновой кислотой (РНК), а не ДНК. Такие вирусы используют РНК как основу для размножения и передачи генетической информации
РНК-Платформа	Инновационный метод создания вакцин и лекарств, основанный на использовании матричной РНК для доставки инструкций в клетки организма
РСБУ	Российские Стандарты Бухгалтерской Отчетности
СГТР	Среднегодовой темп роста
СНГ	Содружество Независимых Государств
Субстанция	Активное фармацевтическое вещество, которое является основным действующим компонентом лекарственного препарата
Таргетная терапия	Современный метод лечения, который точно воздействует на молекулярные мишени в опухолевых клетках или патологических процессах, блокируя их рост и выживание
ФОТ	Фонд оплаты труда
Чистый долг	Финансовый показатель, который отражает реальную долговую нагрузку компании после учёта её ликвидных активов
ЧП	Чистая прибыль
ADC-Платформа	Технология создания конъюгированных антител, которые доставляют мощные противоопухолевые или противовоспалительные препараты точно в целевые клетки (например, раковые), минимизируя повреждение здоровых тканей
CAGR	Compound Annual Growth Rate (среднегодовой темп роста – СГТР)
COVID-19	Инфекционное заболевание, вызываемое коронавирусом SARS-CoV-2
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization (прибыль до вычета процентов, налогов, амортизации материальных и нематериальных активов)
EV	Enterprise Value (стоимость бизнеса)
IPO	Initial Public Offering (первичное публичное предложение)
R&D	Research and development (научные исследования и разработки)
S&OP	Sales and Operations Planning (планирование продаж и операций)
YTM	Yield To Maturity (доходность к погашению)

ОБЯЗАТЕЛЬНАЯ ИНФОРМАЦИЯ



Заключение сделок с ценными бумагами, в том числе иностранными ценными бумагами, валютой, производными финансовыми инструментами с различными видами базисных активов (далее – «Финансовые инструменты») сопряжено с определенными рисками, ответственность за которые не может быть возложена на АО «АЛЬФА-БАНК» (далее – «Банк»), так как они находятся вне разумного контроля сторон, и возможности предвидеть и предотвратить последствия таких рисков ограничены или невозможны.

Клиент должен самостоятельно оценивать возможность заключения сделок с финансовыми инструментами. Предоставленная Банком информация не является побуждением к заключению сделки и рекомендацией Клиенту по инвестиционным, налоговым и юридическим вопросам, в том числе по вопросу о соответствии заключаемой сделки конкретным целям Клиента, о которых Банк не был письменно проинформирован до ее заключения. Банк настоятельно рекомендует Клиенту провести всесторонние консультации со своими финансовыми, юридическими, налоговыми, бухгалтерскими и иными консультантами до заключения сделки с финансовыми инструментами. Клиенту не следует заключать сделку, если ее экономическая и юридическая суть, документация, условия и связанные с ней риски остаются неясными или не соответствуют целям, намерениям и ожиданиям Клиента.

Заключение сделок с финансовыми инструментами может порождать значительные финансовые и иные риски. По этой причине данные сделки

предназначены для лиц, которые готовы принять на себя соответствующие риски и в состоянии перенести связанные с ними возможные финансовые потери. Перед заключением любой сделки клиенту необходимо удостовериться в том, что он понимает риски, возникающие в связи с заключением соответствующей сделки и обладает необходимыми финансовыми и иными ресурсами для исполнения принятых на себя обязательств при любом сценарии развития событий.

В случае заключения сделки с финансовыми инструментами через «АО АЛЬФА-БАНК» как брокера Клиент должен будет ознакомиться с Декларацией о рисках, размещенной в сети Интернет по адресу: <https://www.alfadirect.ru/>

Принимая решение о проведении операции на финансовом рынке, необходимо учитывать, что инвестирование в финансовые инструменты несет в себе риск неполучения ожидаемого дохода, потери части или даже всех инвестированных средств, возможные расходы и потери.

Информация о прогнозируемой положительной доходности может расцениваться не иначе, как предположения. Результаты инвестиционной деятельности в прошлом не определяют результаты в будущем, а стоимость активов может как увеличиваться, так и уменьшаться. Изменения курса обмена иностранной валюты могут также вызвать уменьшение или увеличение стоимости инвестиций. Банк не дает гарантий или заверений и не принимает какой-либо ответственности в отношении финансовых результатов, которые могут быть получены Клиентом на основании использования информации. Банк не рекомендует полагаться Клиенту только лишь на указанную информацию.

Данный материал распространяется исключительно для информационных целей.

Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, а упоминаемые в ней финансовые инструменты могут не подходить соответствующему Клиенту.