

Артген Биотех

Технологии будущего, перспективы настоящего

Мы начинаем аналитическое покрытие компании Артген Биотех с рекомендацией «Покупать» и целевой ценой 165,9 руб. за акцию. Основным преимуществом холдинга является бизнес-модель, в которой существующие дочерние компании активного роста генерируют возрастающий денежный поток, за счёт которого обеспечивается финансирование разработок и НИОКР. В течение нескольких лет, компания осуществит крупномасштабные инвестиции в разработку и производство первых в своем классе препаратов от редких заболеваний, которые, в случае успеха, обеспечат кратный рост котировок компании. Значимую поддержку компании также окажет существенный рост внутреннего спроса, отсутствие значимых конкурентов, а также поддержка со стороны государства. Мы полагаем, что, при текущей стратегии развития компании, рост будет органическим, без какой-либо M&A активности в течение нескольких лет, что предполагает отсутствие значимых оттоков денежных средств в виде премий за поглощение.

В отличие от большинства институциональных инвесторов, значимую долю оценки в нашей модели составляют некоторые самостоятельные компании холдинга с прогнозируемыми перспективами роста. Мы также уделяем значительную долю внимания перспективным разработкам по причине того, что, на всём протяжении цикла исследований, создается дополнительная акционерная стоимость. Мы оцениваем Артген Биотех, используя, как метод составных частей (SOTP), так и традиционный DCF подход, с использованием трехступенчатой FCFF модели.

Мы прогнозируем рост стоимости акций компании на горизонте до 2030 года, обусловленный развитием рынков генетической диагностики, терапевтического остео и ангиогенеза, а также существенной поддержкой компании и отрасли в целом со стороны государства.

Инструмент

Отрасль	Биотехнологии
Тикер	ABIO
Последняя цена	93,6
Целевая цена, руб.	165,9
Потенциал	+77,2%
Рекомендация	Покупать
Капитализация, руб.	8 429 млн.

Ключевые показатели

	2024п	2025п	2026п
Выручка	1601	1 948	4 946
ЕБИТДА	450	581	2 869
Чистая прибыль	348	442	2 386

Динамика цены акции, руб.



Ключевые возможности для роста

➤ Перспективные рынки генетической диагностики

На наш взгляд, данный сегмент является наиболее перспективным с точки зрения будущего денежного потока Артгена, а также увеличения проникновения общего портфеля сервисов и продуктов компании в широкие массы населения. Прикладное значение генетической диагностики – очень велико и, Артген, сможет существенно нарастить прибыль за счёт продвижения NGS, как в пренатальной диагностике, так и в генетическом профилировании опухолей и услугах ЭКО. Основным драйвером роста для неинвазивного пренатального тестирования (НИПТ) в РФ является экономия бюджета в долгосрочной перспективе (чем меньше рождается людей с генетическими заболеваниями, тем меньше расходы бюджета, как, например при Синдроме Дауна, Муковисцидозе и прочими генными болезнями). Также, что особенно важно для потенциальных потребителей, отсутствуют риски для плода, связанные с традиционными инвазивными процедурами.

➤ Включение НИПТ (неинвазивное пренатальное тестирование) в полис ОМС

Одним из ключевых драйверов роста для Артгена в целом, и для Генетико, в частности, является включение неинвазивного пренатального тестирования (НИПТ) в полис ОМС. Менеджмент и собственник компании активно работают над включением НИПТ в ОМС, поскольку это обеспечит внушительный денежный поток на протяжении длительного срока, увеличив объемы тестирования практически в 10 раз. Также, применение преимплантационного генетического тестирования (ПГТ) повышает эффективность ЭКО, и частота наступления беременности увеличивается с 31,92% в случае ЭКО без ПГТ до 74% в случае ЭКО с ПГТ. Это отражается и в росте доли применения ПГТ в циклах ЭКО в РФ. По данным РАРЧ, в России за последние 7-10 лет наблюдается рост, как общего кол-ва циклов ЭКО, так и циклов ЭКО с ПГТ.

➤ Государственная поддержка и налоговые льготы

Компании внутри группы (Гемабанк, Репролаб, Генетико и SPRS) могут применять нулевую налоговую ставку. Также, Некстген, как резидент «Ломоносов» может использовать налоговые льготы в течение 10 лет, при условии того, что выручка компании не превышает 1 млрд. рублей в год. РБТ, Генотаргет и Бетувакс, как резиденты «Сколково» имеют возможность не платить НДС, налог на чистую прибыль и использовать льготную ставку по страховым взносам.

➤ Синергии внутри группы компаний

Исследовательская команда Артгена использует платформенный подход к разработке препаратов, что повышает вероятность успешного вывода препарата-блокбастера на рынок. Также, генетические исследования, проводимые Артгеном позволяют проводить более эффективные ДКИ при разработке препаратов от орфанных заболеваний. На данный момент Артген имеет в портфеле около 30 целевых продуктов.

➤ Выход компании на зарубежные рынки

Компания планирует расширение бизнеса, за счёт выхода на рынки Казахстана, Турции и ОАЭ. При этом, Турция и ОАЭ имеют существенно более высокую осведомлённость населения в области медицины и диагностики. Их рынки значимо фрагментированы, что позволит повысить скорость коммерциализации основных продуктов и услуг компании.

➤ **Отсутствие значимой конкуренции внутри РФ для ключевых компаний роста внутри холдинга**

Несмотря на то, что рынок хранения МСК, ГСК, а также генетического тестирования имеет некоторое насыщение, мы полагаем, что продукты и услуги Артгена имеют больший потенциал, чем прямые конкуренты. Отдельно мы выделяем терапевтический ангиогенез, в частности препарат «Неоваскулген» и решения для стимуляции остеогенеза «Гистографт». Несмотря на то, что доли рынка по отдельным заболеваниям – небольшие, общий потенциал этих продуктов является очень высоким, за счёт увеличения количества сфер применения.

➤ **Дополнительная поддержка разработок за счёт компаний раннего роста**

В структуру Артгена входят компании роста с высокими EBITDA margins (20% - 50+%) и умеренным будущим CAPEX, и положительным свободным денежным потоком (FCFF). По этой причине, Артген имеет возможность финансировать венчурные проекты, а также незрелые компании холдинга без привлечения большого количества заёмных средств, что особенно актуально в условиях жёсткой ДКП.

➤ **Снижение дисконта в оценке биотехнологической компании при прохождении этапов R&D**

Инвесторы, особенно институциональные, традиционно оценивают компанию, используя DCF подход. При этом оценка ставки дисконтирования (WACC) варьируется, и зависит от различных предположений о стоимости финансирования. Так как Артген имеет значимую долю оценки, которая может быть отнесена к GO (Growth Opportunities), WACC будет подвержен изменениям, даже на коротком горизонте. При разработке новых препаратов, либо медицинских сервисов, общий риск (нелинейно) снижается при прохождении каждого этапа клинических испытаний, увеличивая оценку справедливой стоимости компании. Мы полагаем, что более 70% КИ будут признаны успешными, тем самым оценка компании будет увеличиваться на горизонте до 2030 года.

➤ **Постковидные сосудистые патологии и улучшение качества диагностики в РФ**

Значительное количество пациентов, перенёсших коронавирус сталкивается с долгосрочными и, зачастую, тяжёлыми и труднодиагностируемыми последствиями вируса. В особенности это касается пациентов с уже имевшимися соматическими заболеваниями. Постковидный синдром проявляется по-разному, однако, в большинстве случаев, осложнения возникают со стороны сердечно-сосудистой, нервной и эндокринной систем. Для Артгена это создает дополнительный спрос на препараты терапевтического ангиогенеза, например, стойкое ухудшение течения СДС после перенесенной коронавирусной инфекции превалирует в 90% случаев. Другим важным фактором является всё более раннее выявление большинства сосудистых и эндокринных патологий, что особенно важно при сохранении тенденции старения населения. Это оказывает существенное положительное влияние на спрос на продукты и услуги компании.

➤ **Включение дочерних обществ в ОПИФы и БПИФы компаний, которые недавно провели IPO**

С учётом цели государства по повышению капитализации фондового рынка РФ, а также «бума» IPO на российском рынке, мы считаем вероятным включение некоторых предприятий Артгена (например «Генетико») в фонды, предлагаемые участникам рынка. Также, вероятно, включение акций холдинга в Индекс Московской Биржи на горизонте до 2030 года.

Ключевые риски

➤ Неудачные ДКИ / КИ, либо снижение темпов разработки препаратов

Биотехнологические компании постоянно сталкиваются с расхождением прогнозов по прохождению ДКИ/КИ и фактическими результатами. Прогнозировать успех каждого конкретного этапа испытаний, а также закладывать факт коммерциализации, как минимум, некорректно. Мы нейтральны с точки зрения вероятности успеха на каждом конкретном шаге разработки, однако, допускаем, что с большой долей вероятности, Артген может столкнуться с трудностями по ряду препаратов и сервисов, находящихся на ранних этапах разработки. Также, мы оцениваем перспективы коммерциализации «Неоваскулгена» для лечения андрогенной алопеции, как достаточно низкие, ввиду неоднозначности способа ангиогенеза в данном случае. Мы использовали широкую выборку исследований по терапии андрогенной алопеции, в частности, изучив влияние «Миноксидила», кофеина, кортикостероидов, ирритантов, плазмотерапии и прочих опций воздействия на проблему облысения, и пришли к выводу, что трансплантация фолликулов является наиболее приемлемым вариантом решения проблемы, особенно с учётом всё большего проникновения услуги по всему миру.

➤ Низкая осведомлённость населения относительно продуктов и сервисов компании

Проникновение медицинских продуктов и услуг в РФ является крайне низким и большинство обращается к врачебной помощи только при наступлении серьезных патологий. Государственные программы диспансеризации населения, а также несколько лет борьбы с COVID-19 привнесли значимую долю внимания аспектам здравоохранения, однако, в целом, отношение среднестатистического представителя населения к своему здоровью не слишком изменилось. Данное обстоятельство является важным, поскольку продукты и сервисы компании являются существенно более «продвинутыми» по сравнению с известными препаратами и продуктами. Также, большинство будущих родителей не имеют никакого представления о наследственных (генных) заболеваниях и считают услуги генетического тестирования дорогими и, иногда, даже не этичными, поскольку в случае подтверждённого диагноза может возникнуть необходимость прерывания беременности, к чему многие не готовы по различным личным соображениям. Также многие, по причине отсутствия осведомлённости, отрицают важность влияния генетических факторов.

В случае ряда других продуктов компании, имеет место схожая логика рассуждений, так как многие пациенты склонны к несоблюдению рекомендаций врача, например, диеты, либо приема препаратов при сахарном диабете и его осложнениях. Помимо диабетических проявлений, многие склонны отрицать даже необходимость вакцинации от различных заболеваний. Всё это приносит риски для спроса на продукты и услуги Артгена.

➤ Демографические тенденции в России

В данном случае, фактор демографии амбивалентен. Снижение рождаемости негативно сказывается на выручке от услуг пренатальной и преимплантационной диагностики. Также социальные тенденции к отложенному деторождению вносят корректирующий фактор. При этом вероятность появления генных заболеваний увеличивается с возрастом родителей, что может обуславливать повышение спроса на ПГТ и НИПТ. Если рассматривать прочие продукты Артгена, то другой демографический фактор, а именно старение населения может оказать весомую поддержку спросу на продукты и услуги компании, особенно в случае сопутствующих соматических заболеваний, таких, как, например, атеросклероз нижних конечностей или СДС. Однако, нетто-эффект демографического вектора является, скорее, риск-фактором.

➤ Увеличение стоимости долгового финансирования

Потребность в заемном финансировании Артгена может оказаться довольно высокой, по причине широкого портфеля дочерних компаний, многие из которых являются незрелыми. Это отчасти компенсируется налоговыми преференциями, но, в условиях ужесточающийся ДКП и относительно малой известности компании среди институциональных инвесторов, премии за риск увеличатся. Тем самым, стоимость долгового финансирования будет расти. Это может быть отчасти компенсировано продолжением поэтапного вывода на рынок дочерних обществ, либо проведением SPO, в случае возникновения потребности в дополнительном капитале.

➤ Снижение реальных доходов населения и высокая инфляция

Несмотря на то, что спрос на базовые медицинские услуги является неэластичным, продукты и услуги Артгена выходят за рамки основных медицинских потребностей населения, и находятся в спектре дополнительных премиальных сервисов. При этом, высокая инфляция подразумевает всё меньше располагаемого дохода на душу населения, что может сказаться на общей прибыли холдинга. В особенности, это касается более эластичных продуктов, таких как «Неоваскулген», «Гистографт» и линейки дочернего общества «Генетико». Для «Репробанка» и «Гемабанка» данный риск фактор наименее значим.

➤ Цепочки поставок

Санкционное давление на экономику РФ создает существенные риски для поставок критических компонентов практически во всех отраслях. Несмотря на это, согласно заявлениям менеджмента Артгена, всё импортируемое оборудование для «Гемабанка» доступно, по ряду позиций найдены аналоги, и сложности в операционной деятельности отсутствуют.

➤ Дисконт за конгломерат

Согласно нашим моделям оценки Артген Биотех и отдельных дочерних обществ, в оценке Артгена присутствует существенный дисконт по сравнению с суммарной оценкой (SOTP) всех дочерних обществ. Мы полагаем, что с текущими рыночными и макроэкономическими тенденциями данный фактор сохранится на горизонте до 2030 года, а в случае включения НИПТ / ПГТ в ОМС дифференциал оценок ещё больше увеличится по причине увеличения оценки «Генетико». Нивелировать данный фактор возможно путем вывода дочерних обществ на публичный рынок (IPO) с целью кристаллизации их стоимости, однако, согласно заявлениям менеджмента компании, в ближайшее время, публичные размещения не запланированы.

Краткое описание компании

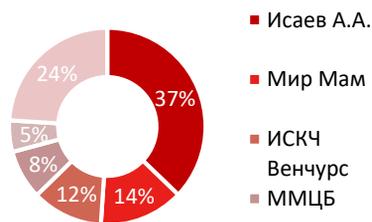
Артген Биотех, до ребрендинга в 2023 году, был известен под названием «Институт Стволовых Клеток Человека» (ИСКЧ). Первым проектом компании, созданной в 2003 году, был «Гемабанк», специализирующийся на хранении гемопоэтических стволовых клеток (ГСК). В дальнейшем, компания трансформировалась в полноценный биотехнологический холдинг, развивая новые направления бизнеса в сферах генной терапии, хранении репродуктивных материалов, разработки вакцин и создания технологических платформ для исследований прорывных препаратов.



В состав группы входят бизнесы на различных этапах развития: компании со стабильным органическим ростом выручки, компании на посевной стадии, а также компании, формирующие экосистему для акселерации биотехнологических разработок группы. Концептуально, можно выделить четыре основных направления бизнеса, а именно «Сервисы», «Медицинские Изделия», «Препараты» и «Стартапы». При этом, дочерние компании можно разделить на «Компании активного роста» и «Развивающиеся». К первым относятся «Гемабанк», «Репробанк» и «Витацел», в то время, как, например, «Генетико» мы характеризуем, как развивающуюся. Основным акционером Артгена является его основатель Артур Александрович Исаев, принадлежащая ему на 100% компания Мир Мам, а также ИСКЧ Венчурс и ММЦБ (компании холдинга). Следовательно более 50% капитала компании принадлежит его основателю. Доля акций в свободном обращении составляет 24%.

При этом, Артген является полноценной экосистемой полного цикла, что позволяет получить синергетический эффект от развития отдельных бизнес подразделений. Отдельно стоит отметить ориентир компании на платформенный подход к разработке first-in-class препаратов. Это позволяет существенно ускорить прохождение этапов разработки и дальнейшую коммерциализацию препаратов и сервисов.

Основные Акционеры



По состоянию на 30 июня 2023 г.

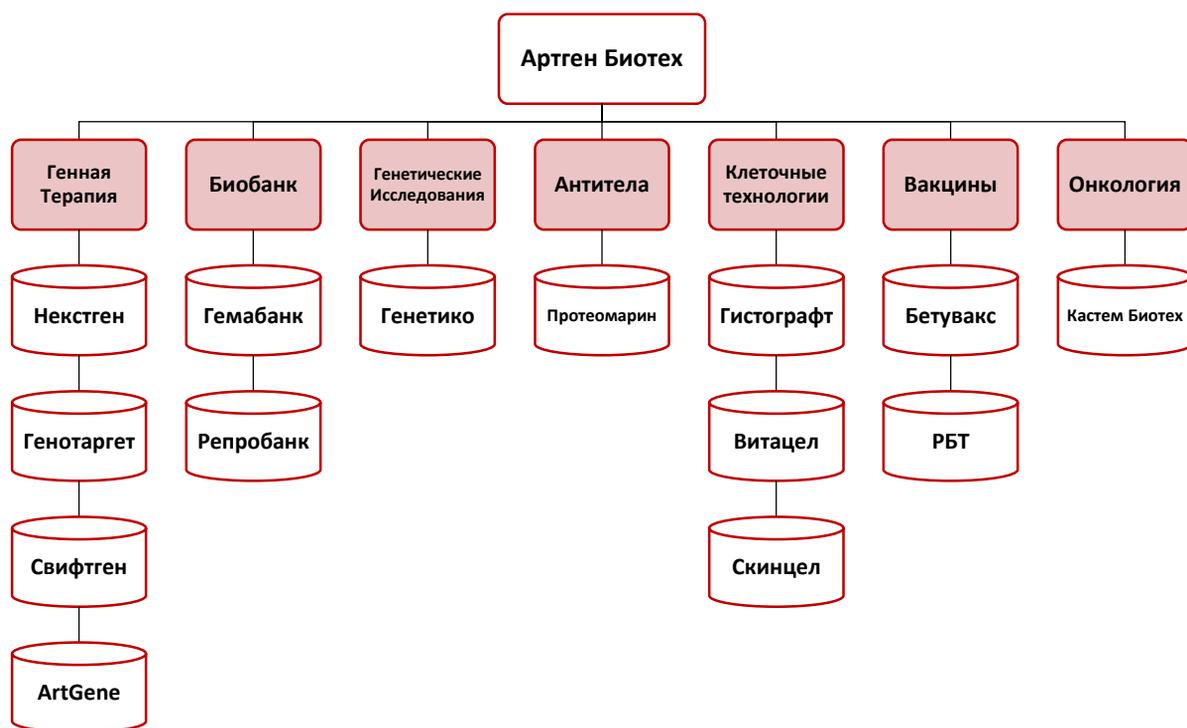
Классическим камнем преткновения для инвестиций в биотехнологические компании является сложность понимания их бизнес процессов, а также потенциальные сомнения инвесторов относительно успеха прохождения клинических испытаний. Артген является, в некотором роде, уникальной компанией, которая имеет очень высокий потенциал роста, в случае выхода препаратов-блокбастеров на рынок, одновременно, являясь фундаментально привлекательной с точки зрения долговой нагрузки и роста свободного денежного потока.



Источник: компания, MKB Investment Research

Мы выделяем высокое качество менеджмента компании, а также принципов корпоративного управления. Непосредственными позитивными факторами являются – умеренный free float акций компании, прямой контроль со стороны основного акционера и основателя компании, а также детально проработанная стратегия развития на горизонте до 2030 года. Также мы полагаем, что поэтапный вывод дочерних компаний на IPO, с сохранением контроля позволит существенно нарастить возможности финансирования R&D, при этом, повышая интерес со стороны розничных и институциональных инвесторов к биотехнологическому сектору.

Артген биотех: структура холдинга



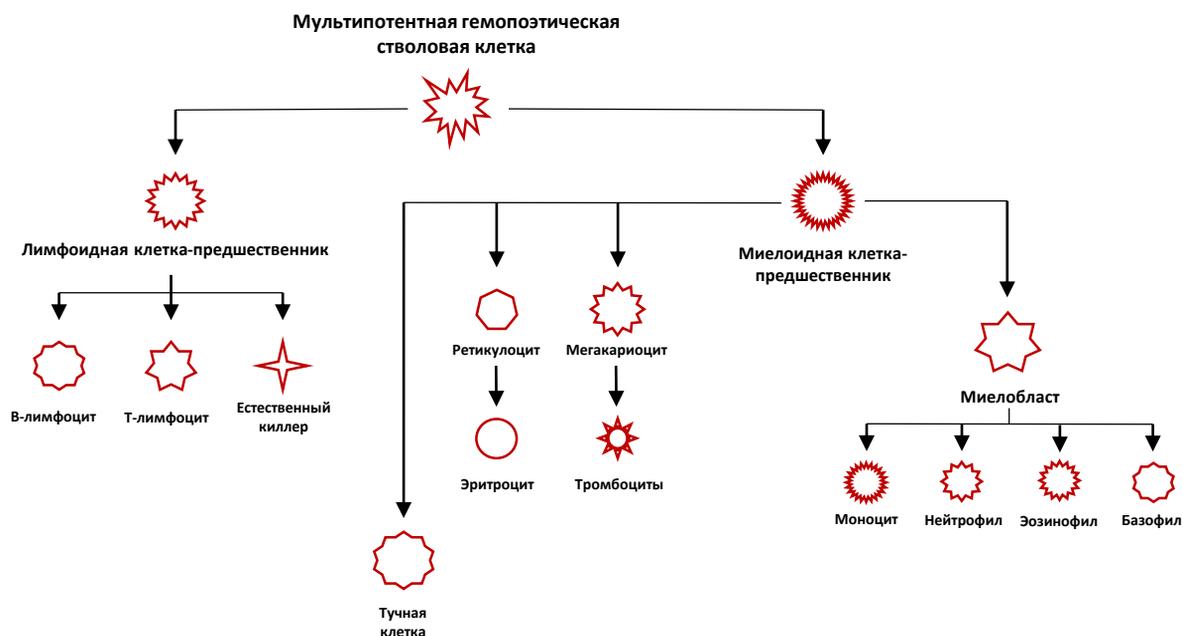
Источник: компания, MKB Investment Research

Артген биотех: ключевые дочерние компании

1.1 Гемабанк

Что такое гемопоэтическая стволовая клетка (ГСК) и зачем нужно их хранение? Мы считаем важным тезисно описать ГСК, чтобы инвесторы лучше понимали базовую специфику бизнеса и его перспективы.

Задумывались ли вы когда-нибудь откуда появляются новые клетки крови? Их очень много, и все они выполняют различные функции. Например, макрофаги защищают нас от бактерий и патогенов, а В-Лимфоциты обеспечивают гуморальный иммунитет. Прародителем каждой кровяной клетки является так называемая гемопоэтическая стволовая клетка, представляющая собой клетку-предшественник, которая может развиваться во все типы клеток крови, включая клетки миелоидного и лимфоидного происхождения. ГСК можно обнаружить в нескольких органах, таких как периферическая кровь (в незначительном количестве), костный мозг и пуповинная кровь. Для примера, упрощенная диаграмма развития гемопоэтической стволовой клетки в зрелые клетки крови представлена ниже:



Источник: National Center for Biotechnology Information (NCBI), MKB Investment Research

К сожалению, ГСК ограничены, и с возрастом их количество неуклонно снижается. Зачем нужно их хранение? Если у человека будут сильно повреждены иммунные и кроветворные клетки, то с помощью трансплантации ГСК можно заново восстановить и «перезагрузить» у пациента всю систему кроветворения и иммунитета.

Посредством трансплантации ГСК лечат онкогематологические заболевания (например, лейкозы), заболевания крови (например, различного рода анемии) и иммунной системы, а также некоторые наследственные заболевания. Кроме того, ГСК активно внедряются в регенеративную медицину для лечения ДЦП, аутизма, последствий инсульта и многих других заболеваний.

При этом, наибольшее количество стволовых клеток обнаруживается в пуповинной крови плода или новорожденного. После рождения ребенка и отсечения пуповины можно собрать ткань пупочного канатика и выделить из него также мезенхимальные стволовые клетки (МСК) для сохранения в криохранилище Гемабанка вместе с кусочком ткани с целью дальнейшего их применения в будущем.

МСК органа могут преобразовываться в мышечные, нервные, костные, жировые клетки и клетки печени. В рамках клинических исследований они активно изучаются учёными для применения в лечении регенеративных заболеваний, а именно для восстановления после травм, лечения болезней сердца, печени, артроза, синдрома нарушения функции яичников, псориаза, рассеянного склероза, почечной недостаточности, патологий спинного мозга, аутизма и многих других заболеваний. В этом случае стволовые клетки подойдут как для самого ребенка, так и для его родственников.

Несмотря на то, что исследования стволовых клеток считаются одними из наиболее многообещающих в мировом сообществе, большинству российских инвесторов данная тематика малоизвестна. Исследования в области применения (не только хранения) стволовых клеток проводят крупнейшие биомедицинские компании в мире, такие, как AstraZeneca, Amgen, Pfizer, Sanofi и многие другие.

Гемабанк — биотехнологическая компания, которая занимается персональным хранением стволовых клеток и разработкой геннотерапевтических препаратов для лечения заболеваний крови и иммунной системы. Компания является лидером рынка в РФ. В настоящее время в базе Гемабанка хранится более 38 тысяч образцов биоматериалов, включая образцы гемопоэтических стволовых клеток пуповинной крови (ГСК ПК) и образцы мезенхимальных стволовых клеток (МСК) и ткани пупочного канатика. В числе ключевых активов компании – современная лаборатория и автоматизированное хранилище биообразцов, оборудованное в соответствии с требованиями международных стандартов GMP, инженерная поддержка, долгосрочные договоры с клиентами, гарантирующие стабильный денежный поток. Компания имеет уникальный логистический сервис, позволяющий осуществлять оперативную доставку биоматериала практически из любой точки России и СНГ, широкую сеть дистрибуции, а также опыт успешного применения переданных для трансплантации образцов в терапии различных заболеваний. Гемабанк постоянно развивает линейку услуг, предлагая клиентам комплексные сервисы, включающие как сохранение различных видов ценного биоматериала, так и неонатальное генетическое тестирование.

Гемабанк начал финансирование разработки геннотерапевтических препаратов от гемофилии А и В, и ВИЧ-инфекции. Разработка препаратов-кандидатов осуществляется совместно с биотех компанией Свифтген и даст возможность Гемабанку в ближайшие 2-3 года сформировать портфель геннотерапевтических препаратов. Разработка находится на этапе дизайна и оценки кандидатов препаратов и тестированию их *in vitro*. В течении 2023 года было выплачено 122,8 млн рублей дивидендов.

Выручка год к году увеличилась на 11,32%, несмотря на падение рождаемости. Благодаря постоянной работе с врачами и новыми клиентами сохранен потенциал роста по МСК и ткани пупочного канатика. Увеличение коммерческих расходов на 55,68% связано с увеличением агентского вознаграждения, расходов на продвижение и ФОТ коммерческого персонала. Увеличение статьи «Доходы от участия в других организациях» связаны с получением дивидендов от Артген Биотех. Увеличение прочего дохода за счет получения субсидии от государства в целях компенсации части затрат по купонным выплатам. EBITDA увеличилась на 36,93%, маржа по EBITDA 55,94% по сравнению с 45,48% в 2022 году

1.2 Репробанк

В отличие от Гемабанка, бизнес Репробанка более понятен инвесторам на интуитивном уровне, однако стоит более детально рассмотреть перспективы бизнеса на горизонте до 2030 года.

Репробанк – высокотехнологичный криобанк репродуктивных клеток и тканей, который обеспечивает полный спектр процедур по отбору, тестированию, хранению и доставке репродуктивного материала. Банк также оказывает услуги для центров ЭКО, семей и пациентов по подбору и предоставлению донорских репродуктивных клеток, услуги персонального хранения и транспортировки репродуктивных клеток и тканей по всему миру. Репробанк стал крупнейшим банком донорской спермы в России, а также банком персонального хранения спермы и яйцеклеток. Криохранилища Репробанка оснащены современным криогенным оборудованием и обеспечивают все необходимые условия для поддержания репродуктивного материала в жизнеспособном состоянии на протяжении многих лет.

С инвестиционной точки зрения возникает вполне логичный вопрос, насколько этот бизнес рентабелен, и не является ли он сугубо «нишевым» и малоизвестным широкому кругу инвесторов? Темпы роста выручки от услуг банка репродуктивных материалов являются очень высокими, и составляют более 30% (CAGR). Несмотря на это, действительно, проникновение в общий рынок медицинских услуг остается не слишком высоким. Однако, при этом, наблюдается позитивная тенденция роста спроса на хранение репродуктивных материалов, связанная с ростом количества неврологических и онкологических заболеваний в молодом возрасте и существенным развитием рынка экстракорпорального оплодотворения. При этом, значимым фактором роста также является всё большее проникновение медицинских услуг и сервисов в широкие массы. Мы оцениваем перспективы Репробанка с обеих сторон, как, непосредственно, хранение репродуктивных материалов, так и эффекты синергии, вызванные ростом спроса на услуги ЭКО. При этом, Артген получит дополнительную выгоду от продажи услуг и сервисов генетического скрининга «в пакете» с услугами Репробанка.

Криоконсервация репродуктивных материалов во многом используется пациентами с подтвержденными противопоказаниями к беременности, а также неврологическими, аутоиммунными и онкологическими заболеваниями, чей перечень довольно широк. Также можно включить тяжелые ССЗ, нефрологические заболевания и эндокринные патологии. При этом, мы не рассматриваем большинство генетических заболеваний, как отрицательный фактор, поскольку их встречаемость ограничена. Криоконсервация также может быть использована с целью дальнейшего суррогатного материнства, а также ex-ante применения некоторых лекарственных средств, таких как цитостатические препараты, моноклональные антитела, либо тяжелых вмешательств, таких как радиотерапия.

Примеры некоторых распространенных заболеваний, при которых противопоказана, либо нежелательна беременность:

Онкологические	Неврологические	ССЗ	Эндокринные	Гематологические	Гепатологические	Нефрологические
<ul style="list-style-type: none"> • РМЖ • Лимфомы • Лейкозы • Карцинома эндометрия • Рак шейки матки 	<ul style="list-style-type: none"> • Эпилепсия • Рассеянный склероз • СКВ • ОРА • Болезнь Бехтерева 	<ul style="list-style-type: none"> • Ревмокардит • Пороки сердца с декомпенсацией • Выраженная артериальная гипертензия 2,3 • Тяжелая ИБС • Фибрилляция предсердий 	<ul style="list-style-type: none"> • Сахарный диабет • Феохромоцитома • Болезнь Иценко - Кушинга 	<ul style="list-style-type: none"> • Дисгемопоэтические анемии • Миелодиспластический синдром • Болезнь Виллебранда • Гемофилии 	<ul style="list-style-type: none"> • Гепатиты (А,В,С,Д,Г) • Циррозы 	<ul style="list-style-type: none"> • Гломерулонефрит • ХПН • Рецидивирующий пиелонефрит

Источник: PubMed, MKB Investment Research

При этом, стоит отметить, что криоконсервация яйцеклеток подразумевает процедуру гормональной подготовки, которая, зачастую, имеет свои противопоказания. Поэтому нельзя однозначно утверждать, что услуги компании будут доступны каждому. Также услуга по сохранению яйцеклеток имеет достаточно высокую стоимость, которая, однако, компенсируется низкой эластичностью спроса, а также, как правило, используется более обеспеченными слоями населения.

Данный способ остается, практически, единственным шансом на продолжение рода, в случае необходимости лечения онкологических заболеваний до планируемой беременности.

Доходы от сервисов «Репробанка» за 2023 год составили 206 млн руб. (15% от консолидированной выручки Компании), показав рост на 15,4% по сравнению с 2022 годом, благодаря расширению услуг персонального и донорского банков.

1.3 Генетико

Генетико является главной «жемчужиной» холдинга Артген, так как представляет собой бизнес с самыми значительными перспективами роста. При этом, Генетико уже имеет в своем портфеле продукты и сервисы, доступные рынку и положительный денежный поток. Мы полагаем, что Генетико будет выступать главным «локомотивом» холдинга на горизонте до 2030 года, так как проникновение продуктов и услуг компании, с очень большой долей вероятности, окажется значительно шире, чем ожидает рынок. Сегмент генетического тестирования в мировой практике крайне трудно поддается оценке по причине того, что, оказывая конвенциональные услуги по, например, секвенированию ДНК с целью диагностики генетических патологий, особенно в сфере онкогенетики, компания может занять новые рынки, на которые не рассчитывала в момент запуска. При этом знание последовательностей ДНК стало незаменимым для фундаментальных биологических исследований, ДНК – генографических проектов и во многих прикладных областях, таких как медицинская диагностика, биотехнология, судебная биология, вирусология и биологическая систематика. Сравнение здоровых и мутировавших последовательностей ДНК позволяет диагностировать различные заболевания, включая различные виды рака, характеризовать репертуар антител, а также может использоваться для определения тактики лечения пациентов.

При этом среднестатистический, а, зачастую, даже профессиональный инвестор не обладают достаточным уровнем понимания генетики, чтобы, хотя бы, tentatively оценить инвестиционную привлекательность компании. Мы предпринимаем попытку «на пальцах» описать базовые концепты в упрощённом виде ниже.

Задумывались ли вы когда-нибудь насколько сильно вы похожи на своих родителей, а те, в свою очередь на своих родителей, даже, если это не всегда является чем-то желательным? При этом, сходство всегда колоссально, даже если ребенок никогда не знал родителей лично. Речь не только о внешнем виде, но о целом массиве характеристик, таких как темперамент, интеллект, характер, склонности к зависимостям, навыки коммуникации, скорость нервных процессов, способности к обучению и спорту, пищевые привычки и многие другие.

Среда, в которой сформировался и вырос отдельно взятый человек, безусловно, оказывает влияние, но весьма незначительное. Подавляющее большинство составляющих вашей личности и организма наследуется. Разумеется, есть и те, кто критикует эту точку зрения, однако медицинские, эволюционные, а также социологические исследования это подтверждают. Мы не будем углубляться в дебри рассуждений, восходя, например, к трудам одного из первых натуралистов - Гюстава Лебона, либо приводить значимый массив генетических исследований, так как читатель может и сам с ними ознакомиться. Однако, важно понимать, что «исходный код» отдельно взятого индивидуума настолько точно и обширно наследуется от составляющих его предков, что даже определяют от чего этот индивидуум, скорее всего, умрёт и когда именно, а также к каким лекарственным препаратам проявится наиболее благоприятный ответ организма.

Почему ямайские бегуны, такие как Усэйн Болт, исторически доминируют в краткосрочных забегах, в то время, как кенийцы и эфиопы намного превосходят их в марафонских забегах? Эти тенденции прослеживаются многие десятилетия, но дело не в тренерах, среде, питании и прочем. А в чем же именно?

Всё гораздо интереснее. В исследовании, начавшемся в 1996 году, приняли участие почти 300 ямайских школьников, чьи тела измеряли, начиная с восьмилетнего возраста.

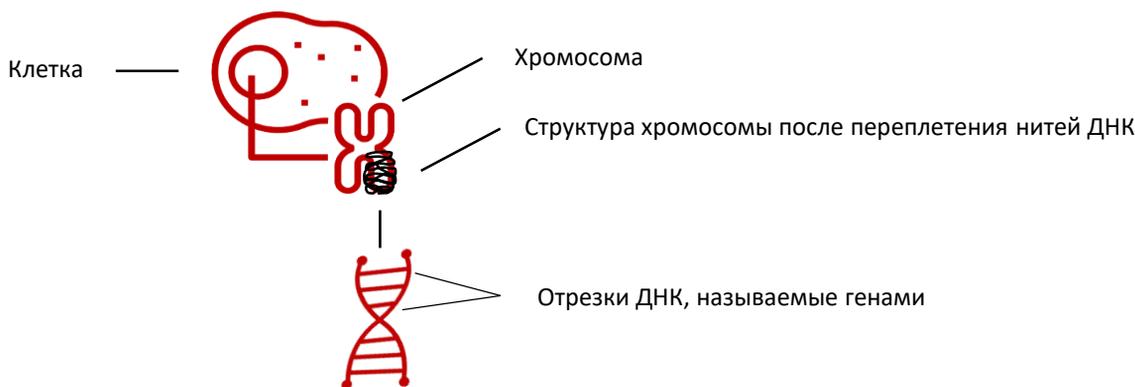
Когда им исполнилось 22 года, их попросили пройти дополнительные тесты, в том числе две спринтерские гонки, в которых приняло участие чуть больше половины. Исследование ямайской молодежи показало, что те, чьи ноги, и особенно колени, совпадают по размеру, вырастают самыми энергичными и лучшими спринтерами. Эта особенность некоторых ямайцев является генетической и присуща только их расе. Другие подтверждения, лежащие в основе успеха ямайцев в спринте, включают большее количество генов скорости и быстросокращающихся мышечных волокон, которые обеспечивают взрывную силу, необходимую для спринта. И это только несколько малозаметных факторов, определяющих успех отдельно взятых людей. Так что же такое ген и почему это так важно?

На самом деле, ответ на этот вопрос неоднозначен. Мы до конца не знаем всех особенностей эволюционной генетики и, даже само определение гена меняется с течением времени. Для упрощения ген это - «репликатор», то есть что-то, что обладает свойством создавать копии самого себя. После открытия нуклеиновых кислот в качестве носителя наследственной информации определение гена изменилось, и ген стали определять как участок ДНК. Можно сказать, что это работает, практически, как «Ксерокс» и, отчасти, это будет правильным. И, если, при копировании, была допущена ошибка, она будет присутствовать во всех последующих копиях. Часто, набор таких ошибок и приводит к раковым заболеваниям, несмотря на то, что у нашего организма есть защита на этот случай в виде апоптоза (механизм программируемой клеточной смерти).

Система является в высокой степени динамической и, отдельные гены могут, как наследоваться, так и вырождаться, если их экспрессия (проявление) приводят к ранней смерти, либо тяжелым заболеваниям. Невероятная сложность генетики, одновременно вызывающая восхищение – крайне трудно прогнозируемая предсказуемость результатов комбинации отдельно взятых генов. Ген несет наследственную информацию, которая связана и восходит ко всей цепочке предков индивидуума, что представляет собой огромное количество комбинаций. При этом ген это – «инструкция» о том, как построить тот или иной белок организма, а геном, в свою очередь – совокупность всех генов организма.

Ген - участок ДНК, кодирующий белок

Геном - совокупность всех генов организма



Источник: PubMed, Miami Miller School of Medicine, MKB Investment Research

Существуют технологии геномного редактирования, например CRISPR. Простыми словами можно, как добавить 180% мышц собаке или сделать помидоры большего размера, так и получить (что фактически произошло) ребенка с врожденным иммунитетом к основным штаммам ВИЧ. Однако, опуская этические вопросы евгеники, нас волнует то, чем мы за это заплатим? Ведь подложив всего один лишний кирпичик в здание, можно его разрушить. В этом и состоит сложность, так как работая с отдельно взятыми генами, учесть все их комбинации, пока что, невозможно. Однако, редактирование генома – неизбежное будущее, так как, например, «починив» ген в геноме возможно полностью убрать хромосомную перестройку, которая, привела к развитию онкологического заболевания.

Хорошим примером является, так называемая «Филадельфийская хромосома», или Филадельфийская транслокация, которая представляет собой специфическую генетическую аномалию в хромосоме 22 раковых клеток лейкемии, особенно клеток хронического миелоидного лейкоза (ХМЛ). Эта хромосома является дефектной и необычно короткой из-за реципрокной транслокации t(9;22)(q34;q11) генетического материала между хромосомой 9 и хромосомой 22 и содержит слитый ген под названием BCR-ABL1. Этот ген представляет собой ген ABL1 хромосомы 9, расположенный рядом с геном BCR области кластера точки разрыва хромосомы 22, кодирующим гибридный белок: сигнальный белок тирозинкиназы, который «всегда включен», и заставляет клетку бесконтрольно делиться. Наличие этой транслокации необходимо для диагностики ХМЛ, другими словами, все случаи ХМЛ положительны для BCR-ABL1.

Лечение онкологических заболеваний – лишь малая часть прикладной пользы генетических исследований. Практически любое сердечно-сосудистое, психическое, неврологическое или, например, эндокринологическое заболевание имеет наследственную природу, которая и определяет вероятность заболевания конкретного индивидуума. С другой стороны, экологические и средовые факторы могут также спровоцировать экспрессию определенных генов, которые были «спящими», вызывая тяжелые заболевания. В двух словах, генетические исследования – ключ к лекарствам от подавляющего большинства известных болезней.

Генетико (GECO) является лидером генетических исследований в России. Компания занимается медицинской генетикой, разработкой тест-систем и созданием препаратов генной терапии для лечения орфанных (редких) заболеваний. Генетико проводит исследования, направленные на выявление, раннюю диагностику и профилактику генетических, онкологических и других социально-значимых заболеваний, а также лечение бесплодия. Генетико разрабатывает тест-системы для скрининга, индивидуальные персонифицированные тест-системы для пациентов и тест-системы на основе NGS (методы секвенирования нового поколения) для медицинских лабораторий.

Основные направления деятельности:

Неинвазивное пренатальное тестирование	Онкогенетические исследования	Преимплантационное генетическое тестирование	NGS
<ul style="list-style-type: none"> Исследование рисков хромосомных патологий плода, которое безопасно проводится по крови беременной женщины уже с 10 акушерской недели с высокой достоверностью результата 	<ul style="list-style-type: none"> Onconetix: генетическое профилирование опухолей для подбора таргетной терапии онкозаболеваний Онкоскрининг: тесты на наследственные формы рака 	<ul style="list-style-type: none"> ПГТ-А (ПГТ на хромосомные аномалии) ПГТ-М (ПГТ на моногенные заболевания) 	<ul style="list-style-type: none"> Полногеномное секвенирование Полноэкзомное секвенирование

Источник: компания, MKB Investment Research

Генетико, на данном этапе, уже решает исключительно важные задачи, как для отдельно взятых потенциальных родителей, так и для государства, с демографической точки зрения. Диагностика хромосомных патологий плода по крови беременной женщины позволяет быстро и точно выявить риски развития генетических заболеваний будущего ребенка. При этом, риски травмирования плода отсутствуют. Также, при планировании процедуры ЭКО, преимплантационное генетическое тестирование позволяет отбирать эмбрионы без хромосомных нарушений.

Помимо пренатального тестирования, Генетико обладает исключительным потенциалом в онкогенетике. Известно, что некоторые формы онкологических заболеваний являются наследственными. Исследования на основе NGS (Next Generation Sequencing) позволяют находить причины заболеваний на геномном уровне, и предупреждать развитие патологии ещё до дебюта самого заболевания. Также панели Генетико широко используются для профилирования опухолей при подборе таргетной терапии онкозаболеваний.

Конечная цель исследования — полная информация о мутациях, ассоциированных с ответом на таргетную терапию или с прогнозом течения заболевания. Onconetix может помочь подобрать наиболее эффективную терапию с учетом генетических особенностей опухоли пациента.

Генетико вносит значительный вклад в динамику общей выручки Артгена. При этом, собственная выручка дочерней компании демонстрирует устойчивый положительный тренд и в 2023 году выросла более чем на 19% по сравнению с 2022 годом.

1.4 Некстген

Отдельно стоит выделить дочернюю компанию Некстген, которая занимается разработкой и внедрением геннотерапевтических препаратов. Основным продуктом компании является препарат «Неоваскулген» – первый в мире (зарегистрированный) препарат для лечения ишемии нижних конечностей атеросклеротического генеза. Для неискушенного в области медицины инвестора, не совсем ясно каким потенциалом обладает рынок терапевтического ангиогенеза, и зачем этот препарат используется.

Ангиогенезом называют образование новых кровеносных сосудов. Наш организм постоянно обновляет и создает новые кровеносные сосуды, для обеспечения тканей кислородом. При этом, при определенных показаниях, существуют широко известные методики, которые позволяют купировать проблему острой, либо хронической ишемии. Возьмем, как пример, всем известное состояние – инфаркт миокарда, также известное, как сердечный приступ. Инфаркт миокарда – пример острого нарушения кровообращения, при котором нарушается поступление крови к сердцу (например в следствие закупорки артерии), что может привести к некрозу сердечной мышцы.

При поступлении в стационар, основной задачей является восстановление кровотока в сердечных артериях, что может быть осуществлено несколькими способами. Для примера рассмотрим самые распространенные – стентирование и шунтирование. Стентирование – медицинское оперативное вмешательство, проводимое с целью установки стента — специального каркаса, который помещается в просвет артерии и обеспечивает расширение участка, суженного патологическим процессом. Шунтирование — создание дополнительного пути в обход пораженного участка какого-либо сосуда. Оба метода, по-своему, решают проблему восстановления кровообращения, однако, помимо инфаркта сердечной мышцы, существует множество других видов ишемий, например ишемия нижних конечностей, возникающая при атеросклерозе нижних конечностей (отложении холестерина в стенке сосудов), тромбоз (закупорка артерии кровяным сгустком), либо диабетическое поражение сосудов (разрушение тканей из-за нарушения микроциркуляции крови).

Препарат «Неоваскулген» стимулирует рост и образование коллатеральных сосудов, путем активации VEGF (фактор роста эндотелия сосудов), при этом, согласно заявлениям компании, отсутствуют долгосрочные риски развития онкологических заболеваний, связанные с применением препарата «Неоваскулген». Спектр применения препарата – довольно широк, и компания планирует коммерциализацию «Неоваскулгена» в новых направлениях, таких как андрогенная алопеция и травмы периферических нервов. Препарат включен в Перечень ЖНВЛП.

Несмотря на сложную макроэкономическую ситуацию, по итогам 2023 года Группа Артген биотех сумела показать значительный рост выручки в целом по Группе на 20%. «Некстген», занимающаяся девелопментом и дистрибуцией препарата «Неоваскулген» внесла существенный вклад в рост выручки, которая выросла на 45%, благодаря включению препарата программу обязательного медицинского страхования (ОМС) г. Москвы.

3. Стабильность сформированного регенерата: убыль новообразованной костной ткани в зоне имплантации материала минимальная в течение 5 лет после операции, за счет формирования полноценного костного регенерата и армирующего эффекта частично резорбированных гранул материала в первый год после операции.

При этом потенциал «Гистографта» не ограничен стоматологической практикой. Стимуляция роста костной ткани имеет широкое применение в спортивной, реконструкционной и эстетической медицине. Также, Артген проводит ДКИ и КИ 3D-Bone (замещение / реконструкция объемных костных дефектов).

Артген Биотех имеет в своем портфеле гораздо больше дочерних обществ, разработок и продуктов, и общая структура компании является довольно сложной. Выше представлены наиболее многообещающие дочерние общества, с точки зрения перспектив роста. Однако, мы считаем важным указать, что Артген крайне эффективно извлекает синергетические эффекты, по причине того, что ключевые продукты и разработки взаимно дополняют друг друга, и могут создавать кросс-рынки для их реализации. Ниже, в таблице, представлен полный перечень сервисов, медицинских изделий и препаратов Артгена для ознакомления.

Артген биотех: портфель препаратов

Бетусфера

Препарат	Показание	Discovery	ДКИ	КИ	Рынок
Бетувакс-ков-2	Вакцинация от SARS COV 2	✓	✓	✓	✓
Тетрафлюбет	Вакцинация от гриппа	✓	✓	✓	✓
Комби 5V	Вакцинация грипп+ковид	✓	✓	✓	✓
Бетусфера	Инфекционные заболевания	✓	✓	✓	✓
РБТ-402	Вакцинация от ВПЧ	✓	✓	✓	✓
РБТ-501	Аллерговакцина	✓	✓	✓	✓

Некстген

Препарат	Показание	Discovery	ДКИ	КИ	Рынок
Неоваскулген	Ишемия нижних конечностей				
Неоваскулген	СДС				
Неоваскулген	Интерстициальный цистит				
Неоваскулген	Андрогенная алопеция				
Неоваскулген	Травмы периферических нервов				
ART-101	Ишемия нижних конечностей				

Источник: компания, MKB Investment Research

Артген биотех: портфель медицинских изделий

Генетико

Препарат	Показание	Discovery	ДКИ	КИ	Рынок
Пренетикс	Пренатальный скрининг				
Эмбриотест	Пренатальный скрининг при ЭКО				
Онконетикс	Генетическое профилирование				

Гистографт

Препарат	Показание	Discovery	ДКИ	КИ	Рынок
Гистографт	Костная пластика при открытых операциях				
Xeno-Bone	Костная пластика при открытых операциях				
Inject-Bone	Малоинвазивная костная пластика				
Inject-Soft	Повреждения кожи и слизистых оболочек				
3D-Bone	Замещение объемных дефектов				
Cover-Bone	Направленная костная регенерация				
Supl-Bone	Вспомогательное изделие				

Источник: компания, MKB Investment Research

Артген биотех: портфель сервисов

Гемабанк

Сервис	Показание	Discovery	Валидация	Лицензия	Рынок
Гемаскрин	Неонатальный скрининг				
Хранение ГСК	Профилактика болезней крови				
Хранение МСК	Профилактика болезней крови				

SPRS

Сервис	Показание	Discovery	Валидация	Лицензия	Рынок
SPRS	Клеточная коррекция кожи				
Паспорт кожи	Диагностика состояния кожи				
SPRG	Восстановление тканей пародонта				

Генетико

Сервис	Показание	Discovery	Валидация	Лицензия	Рынок
Исследование генома и экзома	Диагностика наследственных заболеваний				
Генетическое профилирование опухолей	Таргетная терапия опухолей				
Пренатальные исследования	Диагностика генетических патологий плода				
Биоинформатические исследования	Наследственные и онкологические заболевания				
Преимплантационные исследования	Терапия бесплодия				

Репробанк

Сервис	Показание	Discovery	Валидация	Лицензия	Рынок
Донорство спермы и ооцитов	Лечение бесплодия				
Хранение спермы и ооцитов	Профилактика бесплодия				
Генетический мэтчинг	Профилактика наследственных заболеваний				

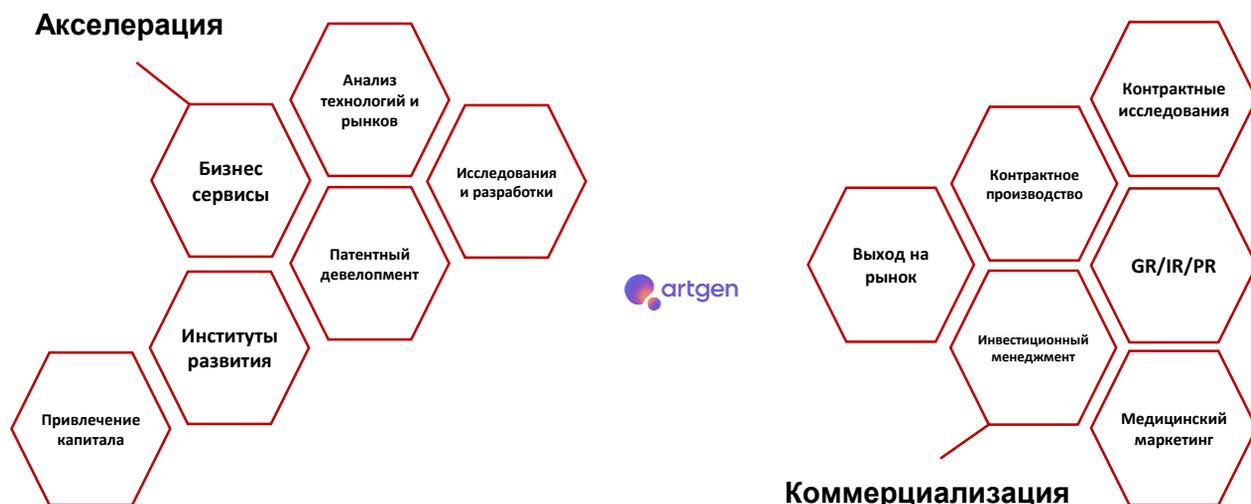
Источник: компания, MKB Investment Research

Артген биотех: экосистема

Отличительной особенностью Артгена является экосистема бизнеса. Компания выстроила эффективную кросс-узловую схему подхода к выводу на рынок новых сервисов и препаратов. Непосредственное внимание уделяется не только классическим для биотехнологических компаний циклам, по типу исследований и разработок, патентного девелопмента и контрактным исследованиям, но также GR и работе с институтами развития. В условиях устоявшегося в России подхода розничных и институциональных инвесторов, который, в большинстве, подразумевает инвестиции в ограниченный пул компаний, как правило с сырьевым уклоном, такая бизнес-модель создает дополнительную ценность, трансформируя ожидания инвесторов, относительно «нетипичных» инвестиционных инструментов. В то же время, эффективная работа с государственными институтами позволяет компании не только получать налоговые преференции и льготное финансирование, но также необходимую поддержку отрасли в целом.

Артген имеет в своем портфеле компании роста с положительным свободным денежным потоком и высокими EBITDA margins. Экосистема же необходима для развития «венчурных» проектов например разработки препаратов от орфанных заболеваний, цикл которой может быть весьма долгим, с положительным FCFF только ближе к концу периода. Однако, необходимо понимать, что инвестиционная ценность создается в процессе, на каждом этапе разработки, клинических испытаний и получения патентов.

Классической «ошибкой» инвестора в биотех является сугубо дихотомный подход «выстрелит / не выстрелит». Стоит не забывать, что Артген, в отличие от большинства (западных) биотехнологических компаний фокусируется именно на платформенной экосистеме, где в цикл исследований и разработки запускается более 30 препаратов одновременно, что существенно диверсифицирует риски «игры в одни ворота». При этом, на каждом последующем этапе для каждого препарата создается добавочная инвестиционная ценность. Таким образом, подход Артгена уникален тем, что подразумевает не только расчёт на трудно прогнозируемый результат коммерциализации отдельного препарата, но и использование полученных ресурсов от акселерации и разработок даже тех препаратов, которые могут в итоге и не иметь конечного выхода на рынок. Хорошим и простым примером для инвесторов могут служить патенты, полученные в ходе цикла разработки. Даже в случае не выхода конечного продукта на рынок, полученные патенты могут представлять значимую материальную ценность. Экосистема Артгена состоит из двух главных компонентов «Акселерация» и «Коммерциализация»:



Источник: компания, MKB Investment Research

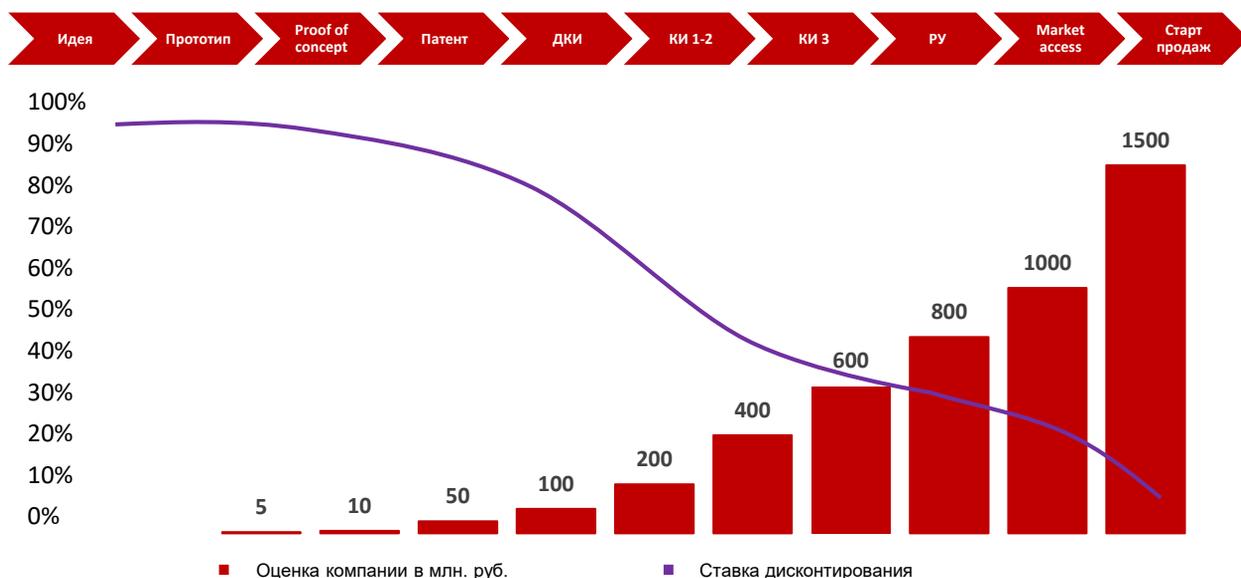
1.1 Акселерация - Анализ технологий и рынков

Это первичный этап, предполагающий анализ работоспособности проекта, либо технологии. Также особое внимание уделяется исследованиям в области безопасности и эффективности разработок. Компания оценивает перспективный объем рынка и регуляторные составляющие для дальнейших шагов. При этом задействуются основные компетенции и опыт клинических исследователей, молекулярных биологов, технологов, а также финансовых менеджеров. Экспертиза Артгена, в основном, сосредоточена в направлениях генетических технологий, вакцин, биобанкировании, ССЗ, материалах для остеопластики и орфанных заболеваниях.

1.2 Акселерация – R&D

Вторым и наиболее трудоёмким этапом являются исследования и разработки. При этом, оценка приведенной стоимости перспективной разработки может быть крайне затруднительной на ранних этапах, однако, по прошествии времени, фактор дисконтирования, хоть и нелинейно, но снижается, так как вероятность успеха при прохождении каждого последующего этапа возрастает. Стоит не забывать, что производить оценку первых в классе препаратов классическим методом дисконтирования денежных потоков (DCF) неразумно. Также, крайне затруднителен и сравнительный анализ (comparables valuation), по причине того, что подавляющее большинство компаний для сравнения являются лишь квази-конкурентами и, хоть и могут иметь схожие разработки в своих портфелях, сильно отличаются с точки зрения общей перспективы. К тому же, большинство компаний, которые мы можем попытаться сравнить с Артгеном являются зарубежными, поэтому требуются дополнительные коррективы в расчёт средневзвешенной стоимости капитала (WACC) и аугментация модели оценки ставки дисконтирования дополнительными факторами, хотя бы такими, как country risk premium, либо же более детальный подход с использованием многофакторной модели. Артген предлагает проприетарный метод оценки биотехнологических компаний с поправкой на конкретные этапы цикла R&D. Данный подход нам кажется правильным, так как он учитывает среднюю вероятность прохождения каждого этапа клинических испытаний и соответствующее снижение дисконта в оценке. При этом rDCF (risk-adjusted DCF) подход является интуитивно понятным даже неискушенным инвесторам. Рассмотрим пример:

Снижение дисконта в оценке биотехнологической компании при прохождении этапов R&D



Источник: компания, MKB Investment Research

1.3 Акселерация – патентный девелопмент

Безусловно, любая компания стремится коммерциализировать свои усилия, направленные на разработку. Это достигается путём формирования портфеля патентов, дающих исключительные права на использование физических и интеллектуальных разработок компании, как правило на продолжительный период. При этом, патентный девелопмент касается не только конечных продуктов, но и способов и технологий их создания. В оценке биотехнологических и фармакологических компаний наличие патентов является одним из ключевых факторов, так как разработки с патентной защитой обладают наибольшей рентабельностью и защитой от конкурентной среды. Артген обладает широким спектром патентов в различных областях, как в РФ, так и за рубежом:



1.5 Акселерация – работа с институтами развития

Работа с институтами развития является одним из ключевых драйверов роста стоимости компании в среднесрочной и долгосрочной перспективах. Мы обращаем отдельное внимание на усилия менеджмента компании в этом направлении. Многие меры поддержки биотех-компаний в РФ были внедрены по инициативе руководства Артген Биотех. Компании экосистемы Артген могут эффективно взаимодействовать с институтами развития благодаря результативному опыту коммуникаций, знанию процессов и практик работы с ними.

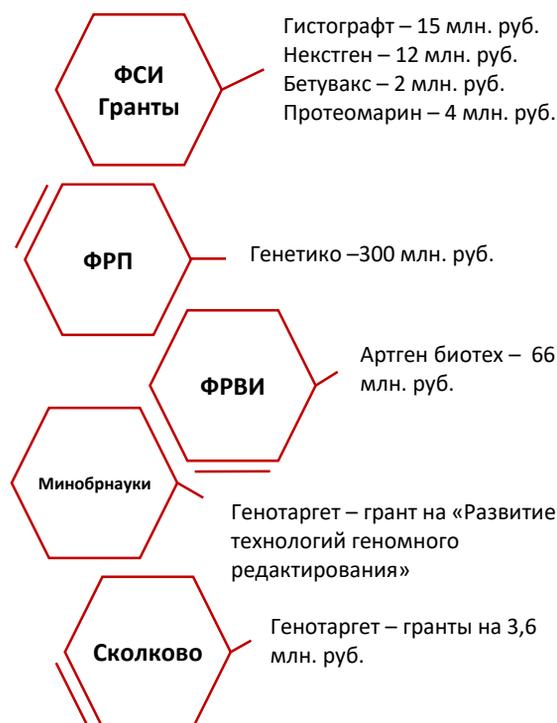
Институты развития, особенно в условиях санкционных ограничений являются своего рода «трамплином» не только для монетарной и регуляторной поддержки компании, но также играют значительную роль в проникновении продуктов и сервисов Артгена на широкий рынок. При этом имеет место мультипликативный эффект от взаимодействия компании с ИР, по причине того, что последние, зачастую, имеют значимое влияние и присутствие в смежных областях бизнеса, что даёт компании перспективу нетворкинга, который может быть использован с целью повышения общей маржинальности бизнеса. Артген имеет значительный опыт взаимодействия с ИР, при этом руководство компании нацелено на дальнейшее расширение пула ИР для взаимодействия:



Источник: компания, MKB Investment Research

1.6 Акселерация – привлечение капитала

Биотех является одним из самых капиталоемких направлений бизнеса, при этом, его инвестиционный цикл очень продолжителен. В условиях российской экономики, инвесторы чаще ориентируются на более короткие капиталовложения, что создает дополнительные трудности в привлечении «длинных» денег. Экосистема и экспертиза Артгена позволяет упростить доступ к капиталу, посредством собственных прямых инвестиций. Также компания неоднократно оправдывала ожидания инвесторов, путем проведения IPO дочерних компаний, с последующей благоприятной динамикой стоимости их акций. В целом, стратегия поэтапного вывода компаний на IPO, без «излишних» SPO на поздних стадиях воспринимается инвесторами благоприятно, так как предполагает глубокую заинтересованность руководства компании именно в дальнейшем реинвестировании и развитии бизнеса, без cash-out событий. Стоит также отметить гранты от различных фондов и историю облигационных займов.



Источник: компания, MKB Investment Research

2.1 Коммерциализация – контрактные исследования

Для выхода на рынок, биотех-разработка должна успешно пройти серию доклинических испытаний (ДКИ) и клинических испытаний (КИ). Порядок проведения испытаний строго регламентирован. Инвесторы в биотехнологические компании пристально следят за этапами прохождения КИ, так как их успешное прохождение является индикатором успешной операционной деятельности компании, что увеличивает коммерческий потенциал продукта и, как итог, обуславливает повышение акционерной стоимости компании. У Артгена успешно пройдены ДКИ и КИ (полностью, либо частично) по таким инновационным разработкам, как «Неоваскулген», «Бетувакс», «СПРС – терапия», «Тетрафлюбет», «Гистографт», «Эмбриотест», «Пренетикс» и многим другим. При этом, Артген обладает широким портфелем зрелых разработок и медицинских сервисов.

2.2 Коммерциализация – контрактное производство

Получение РУ, равно как проведение ДКИ и КИ требуют наличия сложной структуры в виде лицензируемой высокотехнологичной площадки. Организация подобной системы является крайне капиталоемким процессом и, зачастую, на уровне научных идей и прототипов, организовать in-house производство затруднительно. Артген предоставляет необходимые компетенции для разработки промышленного регламента, наработки опытных серий, создания пакета производственной документации и трансфера технологии. Компания имеет опыт организации контрактного производства по препарату «Неоваскулген», изделию «Гистографт» и вакцине «Бетувакс».

2.3 Коммерциализация – доступ к рынку

После проведения ДКИ, КИ и получения РУ, препарат выводится на рынок. Это означает, что врачи могут начинать использование препарата, в соответствии с медицинскими рекомендациями, либо off-label, в то время, как медицинские учреждения могут начинать закупки. По очевидным причинам, препарат, включенный в перечень ЖНВЛП (жизненно необходимые и важнейшие лекарственные препараты) получает большее проникновение на рынок, хоть и попадает под государственное регулирование цен. При этом, попадание препарата в перечень обеспечивает стабильный денежный поток компании-производителю. Также при выводе препарата на рынок страховые компании могут возмещать расходы на терапию.

Экосистема Артген повышает вероятность и скорость вывода препарата в практику здравоохранения. Компания обладает внушительным опытом работы с регуляторами, компетенциями в GR и должной экспертизой в фармацевтической экономике. Например, один из флагманских препаратов «Неоваскулген» включён в ЖНВЛП, КСГ (клинико-статистические группы), МЭС (медико-экономические стандарты) и клинические рекомендации.

2.4 Коммерциализация – GR / IR / PR

Несомненно, по причине достаточно сложного к восприятию инвесторами сектора биотехнологий, компании необходимо выстроить правильную стратегию позиционирования и PR. При этом, Investor Relations Артгена является не просто «окном» для конвенциональных запросов розничных и институциональных инвесторов, но также проводит активное взаимодействие с широким кругом представителей разнородных групп, таких как врачи, пациенты, контролирующие органы и прочие представители системы здравоохранения. Одним из важных преимуществ компании является налаженная коммуникация с государственными органами (GR), что позволяет увеличить скорость внедрения перспективных разработок, а также получить необходимую отраслевую поддержку. Рынок биотехнологий представляет собой сферу с высокими барьерами входа. Поэтому, для успешного внедрения продукта, работы по PR, GR и IR необходимо начинать задолго до регистрации, чтобы обеспечить поддержку продукта еще до его выхода на рынок.

2.5 Коммерциализация – привлечение капитала.

Биотех – весьма капиталоемкий сектор, в котором CAPEX и прочие затраты имеют тенденцию к увеличению по мере приближения к конечной точке вывода препарата на рынок. При этом, своевременность денежного потока критична, так как в случае срыва раунда финансирования процесс R&D затягивается, что может негативно сказаться на компании в целом и на конкретной разработке в частности. Менеджмент Артгена уделяет особое внимание корпоративным финансам, обладая широкой экспертизой в сферах инвестиционного анализа и привлечения капитала (VC, PE, IPO).

Каналы привлечения финансирования Артген Биотех:

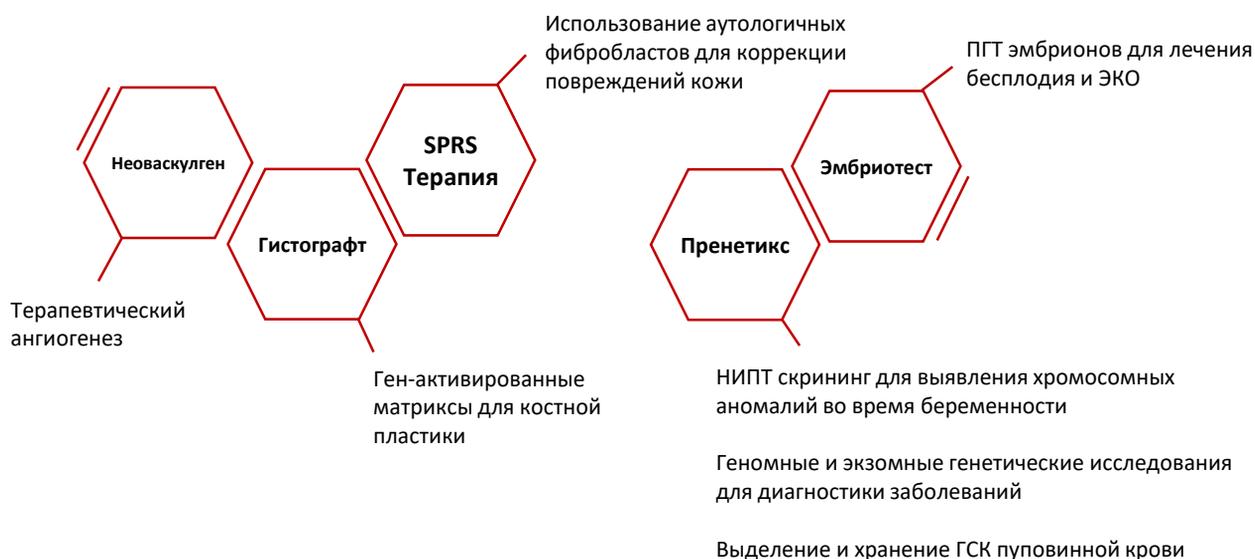


Источник: компания, MKB Investment Research

2.6 Коммерциализация – медицинский маркетинг

Проникновение идей, продуктов, услуг и разработок компании в медицинское сообщество – достаточно сложный и трудоемкий процесс, по причинам регуляторной ригидности, определенной степени консерватизма среди практикующих врачей, а также необходимости повышения квалификации широкого спектра академических представителей. Внедрение и продвижение (медицинский маркетинг) требует компетенций в проведении постмаркетинговых КИ, создании совместных программ с факультетами последипломного образования, а также поддержке публикаций результатов применения разработок. Артген обладает внушительным опытом медицинского маркетинга широкого спектра медицинских изделий и препаратов.

Технологии, во внедрении которых команда Артген сыграла ключевую роль:



Источник: компания, MKB Investment Research

Артген биотех: описание рынков

Оценка потенциала рынков – самое затруднительное в оценке биотехнологической компании. Безусловно, Артген имеет активно растущие компании, которые занимают значительную долю рынка, и их финансовые показатели относительно предсказуемы. Например, Гемабанк, Репробанк и SPRS генерируют большую часть положительного денежного потока Артгена.

В то же время, оценка потенциала рынка генетической диагностики, а также препаратов для остеоиндукции и ангиогенеза неоднозначна. Вопреки мнению большинства частных и институциональных инвесторов, мы не считаем, что потенциал Артгена обусловлен производством вакцин от гриппа, либо COVID-19. Мы согласны с тем, что их коммерциализация принесет положительный денежный поток и подстегнёт интерес участников рынка, однако полагаем, что наибольший реализуемый потенциал компании – генетическая диагностика и препараты для стимуляции остео / ангиогенеза. Мы также выносим некоторые рынки в отдельные категории, как, например СДС.

Мы также оцениваем перспективы разработки препаратов для лечения орфанных заболеваний, как достаточно высокие и считаем благоприятным фактором диверсифицированный пайплайн разработок. Несмотря на это, прогнозировать финансовые результаты от вывода препарата – блокбастера на рынок весьма затруднительно.

Потенциал рынков продуктов и сервисов Артген Биотех



Источник: компания, MKB Investment Research

Прогнозируемые доли Артген Биотех к 2030 году



Источник: компания, MKB Investment Research

Артген биотех: прогноз ключевых финансовых показателей

Мы предполагаем, что рост органической выручки на горизонте до 2030 года будет нелинейным и трехступенчатым. Первая фаза роста выручки прогнозируется на этапе 2024-2025 гг., и, по большей части, будет обеспечена за счёт устоявшихся бизнесов холдинга, таких как «Гемабанк» и «Репробанк», а также «Генетико», доля которого в общей выручке будет неуклонно возрастать. Мы закладываем включение НИПТ в полис ОМС в 2025 году в наш базовый сценарий.

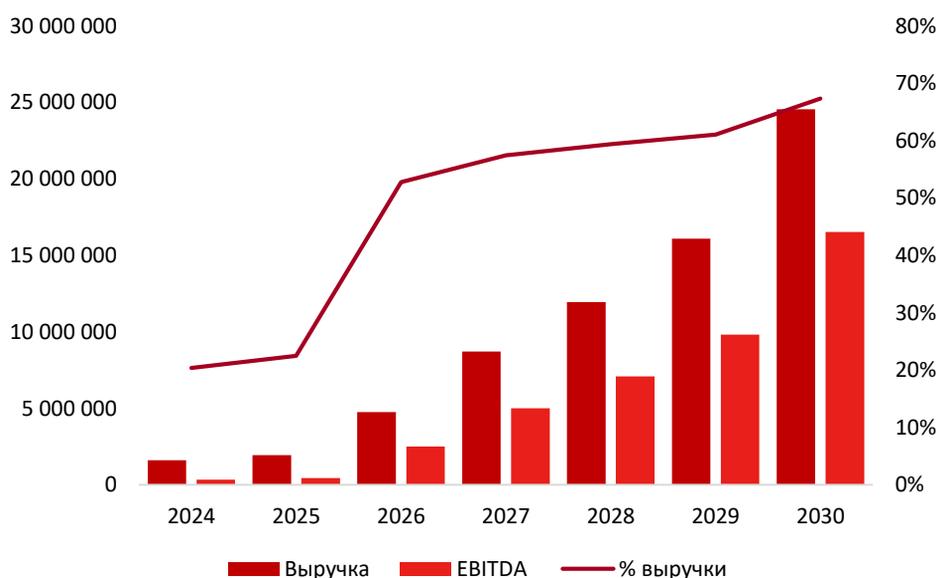
На горизонте 2026-2028 гг. рост выручки будет обеспечен, по большей части, за счёт сервисов и продуктов «Генетико», а также «Некстгена» и «Гистографта», чьи сервисы будут всё более кристаллизоваться за счёт проникновения в рынок продуктов компании.

Далее, после 2028 года, основные бизнесы будут расти с небольшим положительным дифференциалом к росту ВВП, в то время как основными драйверами роста выручки будут являться препараты от орфанных заболеваний, дошедшие до стадии коммерциализации.

В наши модели оценки мы закладываем выход, как минимум двух (в базовом сценарии) препаратов-блокбастеров на рынок ближе к 2030 году и оцениваем, как наиболее вероятные, терапевтические решения для лечения гематологических заболеваний и, в особенности, гипертрофической кардиомиопатии. Пессимистичный сценарий включает выход единственного препарата-блокбастера, в то время, как оптимистичный – трёх и более.

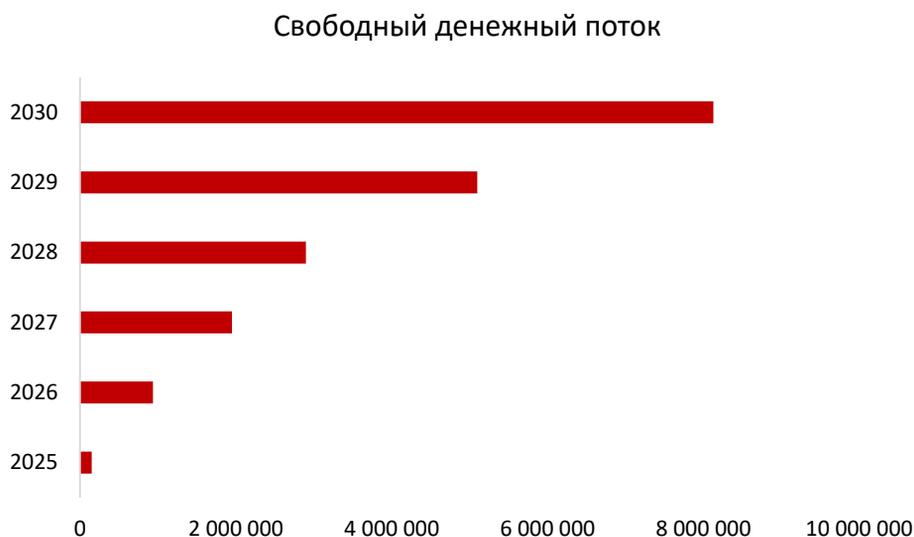
При этом прогнозировать продажи препаратов на заданном горизонте невероятно сложно, поскольку нам неизвестны будущие геополитические, макроэкономические и рыночные факторы. В наших моделях, мы оцениваем рынок терапии гипертрофической кардиомиопатии путём анализа присутствия ГКМП и сопутствующих патологий (нарушения ритма, не относящиеся к ФП, эндокардиты, тромбоэмболии) в развитых странах. В случае различных гематологических заболеваний, таких, как, например, Гемофилия А и В, имеет место схожий подход.

Динамика прогнозируемой выручки и EBITDA, тыс. руб.



Источник: компания, MKB Investment Research

FCFF группы на горизонте следующих двух лет, скорее всего, будет отрицательным, по причине интенсивного CAPEX. При этом CFO (операционный денежный поток) станет положительным в 2026 году, при условии сохранения темпов монетизации текущих продуктов и сервисов, а также выходу препаратов и изделий на рынок.



Источник: компания, MKB Investment Research

Согласно заявлениям менеджмента компании, затраты на НИОКР на горизонте до 2030 года составят около 3 млрд. рублей, при этом максимум затрат будет достигнут к 2025 году. В наших моделях (базовый сценарий) мы предполагаем непредвиденное увеличение затрат на НИОКР, которое составляет 20% от общего прогнозного значения затрат.

Net Debt (чистый долг) компании будет поэтапно сокращаться на горизонте до 2030 года. При текущей структуре капитала, все облигационные займы холдинга и дочерних обществ будут погашены в рамках прогнозного периода. При этом, выпуск новых долговых инструментов маловероятен по причине неблагоприятного влияния жёсткой ДКП на стоимость заёмного финансирования Артгена. По нашим оценкам, в случае выпуска облигаций на 1 000 000 000 рублей в течение следующих двух лет, на срок от трех лет и более, ставка (без учёта облигаций с офертой) с большой долей вероятности попадёт в интервал 17,5% - 20%, что не слишком привлекательно для финансирования проектов компании, даже с учётом их высокой маржинальности. На данный момент, планы по изменению структуры капитала с точки зрения выпуска облигаций отсутствуют.

Артген биотех: оценка

Мы провели оценку Артген Биотех двумя различными методами, а именно SOTP (sum-of-the-parts) и DCF (3 stage FCFF для компании целиком). Мы не считаем корректным проводить сравнительный анализ, поскольку аналоги, по большей части, представлены в США и Европе и, в сущности, слишком сильно отличаются по структуре бизнеса и сравнивать ABIO с такими компаниями как, например, Moderna, Biogen, CRISPR Therapeutics, BioNTech либо большими конгломератами, такими как Eli Lilly, Pfizer или GlaxoSmithKline неправильно, поскольку медиана является смещённой.

При оценке WACC мы использовали мультифакторную модель, с поправкой на страновой риск. При этом, мы не использовали оценки А. Дамодарана для расчёта ERP и (unlevered) бета-коэффициента индустрии здравоохранения, по причинам геополитического характера, а также существенного различия рынков РФ и США / Европы.

Мы предполагаем, что безрисковая ставка останется двузначной на всём горизонте оценки.

При оценке препаратов и изделий, находящихся в разработке, мы использовали предложенный компанией rNPV метод, однако, мы скорректировали коэффициенты вероятности перехода с учётом собственных исследований по отдельным продуктам и сервисам на примерах глобального рынка.

В базовом сценарии стоимость Артген Биотех составляет 12,47 млрд. рублей. В обращении находятся 75,14 млн. акций. Справедливая стоимость на одну акцию составляет 165,9 руб.

Артген биотех: прогнозные финансовые показатели

В тыс. руб.	2024п	2025п	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п
Выручка	1 601 079	1 948 371	4 946 377	9 065 622	11 443 197	16 222 140	23 814 094
Бетувакс	0	0	740 458	1 291 700	1 817 504	3 407 685	2 830 805
Некстген	499 800	560 000	630 000	1 465 800	1 400 000	1 956 850	3 852 162
Генетико	471 993	646 250	1 404 331	2 215 550	2 468 201	2 954 326	4 053 671
Гемабанк	319 812	342 704	368 766	434 754	425 832	457 806	516 701
Репролаб	236 460	297 372	371 120	440 445	522 720	604 181	685 867
Гистографт	10 254	34 892	122 349	454 240	512 444	803 042	2 084 752
РБТ	0	0	737 500	1 736 250	2 815 000	3 373 750	4 353 750
Новые препараты и вакцины				200 000	400 000	1 450 000	4 100 000
Прочие	62 760	67 153	571 853	826 883	1 081 496	1 214 500	1 336 386
Расходы компаний	1 150 608	1 367 007	2 077 035	3 115 300	4 633 027	6 217 354	7 727 930
ЕБИТДА	450 471	581 364	2 869 342	5 950 322	6 810 170	10 004 786	16 086 164
% выручки	28%	30%	58%	66%	60%	65%	67%
Амортизация (-)	67 219	95 924	125 600	211 400	356 750	482 000	748 300
Доходы от старпапов - доля Артген (+)	0	0	0	31 900	63 800	326 315	912 267
Проценты полученные (+)	49 064	32 577	48 900	77 560	0	0	0
Проценты уплаченные (-)	84 243	75 897	142 688	102 731	158 450	194 600	232 800
Чистая прибыль	348 073	442 120	2 649 954	5 713 751	6 294 970	9 328 186	15 105 064

Источник: компания, MKB Investment Research

Настоящий обзор (далее – Обзор) представлен ООО «МКБ Инвестиции». Обзор отражает личное мнение аналитиков об анализируемой компании (компаниях, включая компании, входящие в одну группу), ее (их) ценных бумагах, экономических показателях, отраслях экономики, рынках, направлениях и трендах. Информация, представленная в Обзоре, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией.

Содержание Обзора предназначено исключительно для информационных целей. Обзор не рассматривается и не должен рассматриваться как предложение ООО «МКБ Инвестиции» о покупке или продаже каких-либо финансовых инструментов или оказания услуг какому-либо лицу. Информация, представленная в Обзоре, не может рассматриваться в качестве рекомендации к инвестированию средств, а также гарантий или обещаний в будущем доходности вложений. Никакие положения Обзора или материалов, представленных в Обзоре, не являются и не должны рассматриваться как индивидуальные инвестиционные рекомендации и/или намерение ООО «МКБ Инвестиции» предоставить услуги инвестиционного советника. ООО «МКБ Инвестиции» не может гарантировать, что финансовые инструменты, аналитика, продукты и услуги, упомянутые в Обзоре, подходят лицам, которые ознакомились с такими материалами, в соответствии с их инвестиционным профилем.

Содержащаяся в настоящем 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».

В Обзоре может содержаться информация о 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». Финансовые инструменты, упоминаемые в Обзоре, также могут быть предназначены исключительно для квалифицированных инвесторов.

ООО «МКБ Инвестиции» не несет ответственности за финансовые потери или иные негативные последствия, которые могут возникнуть в результате принятия инвесторами решений в отношении финансовых инструментов, продуктов и услуг, представленных в Обзоре. Никакие финансовые инструменты, продукты или услуги, упомянутые в Обзоре, не предлагаются к продаже и не продаются в какой-либо юрисдикции, где такая деятельность противоречила бы законодательству о ценных бумагах или другим местным законам или обязывала бы ООО «МКБ Инвестиции» выполнить требование регистрации в такой юрисдикции. ООО «МКБ Инвестиции» не может быть ни в какой форме привлечено к ответственности в случае нарушения инвесторами применимых к ним в какой-либо юрисдикции запретов.

Прежде чем воспользоваться какой-либо услугой или приобрести финансовый инструмент или инвестиционный продукт, инвесторы должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от услуги и/или продукта, налоговые, юридические, бухгалтерские последствия заключения сделки при пользовании конкретной услугой, а также перед приобретением конкретного финансового инструмента или инвестиционного продукта, оценить свою готовность и возможность принять такие риски.

При принятии инвестиционных решений инвесторы не должны полагаться исключительно на мнения, изложенные в Обзоре, но должны провести собственный анализ финансового положения эмитента и всех рисков, связанных с инвестированием в финансовые инструменты такого эмитента. Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантирует и не определяет получение таких же результатов в будущем. Стоимость или доход от любых инвестиций в финансовые инструменты, упомянутые в Обзоре, могут изменяться и/или испытывать воздействие изменений рыночной конъюнктуры, в том числе процентных ставок. Все цифровые и расчетные показатели в Обзоре приведены без каких-либо обязательств и исключительно в информационных целях.

Информация в Обзоре не предназначена для оказания консультационных услуг по правовым, бухгалтерским, инвестиционным или налоговым вопросам. Инвесторам следует самостоятельно получить отдельные юридические, налоговые, финансовые, бухгалтерские и другие необходимые профессиональные консультации, основываясь на индивидуальных обстоятельствах.

ООО «МКБ Инвестиции» прилагает разумные усилия для получения информации из надежных, по его мнению, источников. Вместе с тем ООО «МКБ Инвестиции» не делает каких-либо заверений в отношении того, что информация или оценки, содержащиеся в Обзоре, являются достоверными, точными или полными. Как ранее опубликованные, так и будущие обзоры могут содержать определенную информацию и/или выводы, не соответствующие изложенному в настоящем Обзоре. ООО «МКБ Инвестиции» не берет на себя обязательств регулярно обновлять информацию, содержащуюся в Обзоре, или исправлять неточности.

Время от времени компании, входящие в одну группу с ООО «МКБ Инвестиции», их сотрудники или связанные с ними лица могли или могут инвестировать, выступать маркет-мейкером или совершать в качестве принципала иные сделки с финансовыми инструментами, упомянутыми в Обзоре, а также предоставлять инвестиционные консультации или действовать в качестве органа управления любой компании, упомянутой в настоящем Обзоре.

Любая приведенная в Обзоре информация или оценки не являются условиями какой-либо сделки, не являются офертой либо предложением делать оферты, не гарантируют доходность инвестиций, инвестиционной деятельности или финансовых инструментов. До осуществления инвестиций необходимо внимательно ознакомиться с условиями и/или документами, которые регулируют порядок их осуществления. До приобретения финансовых инструментов необходимо внимательно ознакомиться с условиями их обращения. ООО «МКБ Инвестиции» не гарантируют получение дохода от инвестиций. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено с рисками, ООО «МКБ Инвестиции» не несет ответственности за какие-либо возможные убытки (прямые или косвенные), включая реальный ущерб и упущенную выгоду, возникшие в связи с использованием информации в Обзоре.