

НАЧАЛО ПОКРЫТИЯ

# ПРОМОМЕД

## Технологии жизни

Мы начинаем аналитическое покрытие российской инновационной биофармацевтической компании «Промомед» с целевой ценой 760 руб. и рекомендацией «ПОКУПАТЬ». ГК «Промомед» является одним из лидеров на перспективных рынках эндокринологии и в ключевых сегментах рынка онкологии, а также одним из немногих российских фармацевтических холдингов полного цикла, способных эффективно заменить международных производителей. Это позволит компании демонстрировать значительные темпы роста (CAGR выручки и EBITDA до 2028 г. 46% и 54% соответственно) и начать выплачивать дивиденды в 2026 г., после завершения текущего инвестиционного цикла.

### Полный цикл

В структуру Промомед входят собственный уникальный научно-исследовательский центр и высокотехнологичная производственная площадка «Биохимик». Вертикальная интеграция позволяет оперативно реагировать на тренды и изменения в отрасли и оставаться на острие инноваций фармацевтической индустрии.

### В лидерах импортозамещения

Начиная с 2022 г. международные фармацевтические компании резко сократили количество клинических исследований в РФ, что в перспективе нескольких лет приведет к исчезновению инновационных препаратов международного производства с российского рынка. Промомед является одной из немногих российских фармацевтических компаний, которая обладает необходимым производственным и научно-исследовательским потенциалом для успешного замещения зарубежных инновационных препаратов и обеспечения лекарственного суверенитета РФ.

### Фокус на самых перспективных сегментах рынка

Благодаря широкой номенклатуре препаратов Промомед представлен в большинстве сегментов российского фармацевтического рынка. При этом в наиболее перспективных сегментах рынка эндокринологии и в ключевых сегментах онкологии Промомед занимает лидирующие позиции. По нашим оценкам, эти два ключевых направления формируют 70% справедливой стоимости компании.

### Долгосрочные перспективы роста

По нашим оценкам, в случае успешных запусков препаратов из текущего пайплайна Промомед, ожидаемый CAGR выручки до 2028 г. составит 46%, а EBITDA – 54%, что сопоставимо с показателями сектора ИТ. Значительная часть инновационных препаратов компании находится на поздних стадиях клинических исследований и на регистрации и будет выведена на рынок в 2025–2026 гг. В 2027–2028 гг. ожидается вторая волна вывода инновационных биотехнологических препаратов, в основном в сегменте онкологии, что обеспечит значительный рост выручки в долгосрочной перспективе.

### Премиальная оценка инноваций

В мировой практике оценка инновационных биофармацевтических компаний близка к оценкам технологического сектора. К примеру, Novo Nordisk и Eli Lilly оцениваются с премией не только к традиционным игрокам фармацевтического рынка, но также к отрасли ИТ и наравне с лидерами отрасли – Apple и Microsoft.

### Дивиденды: ожидание окупуется

Дивидендная политика Промомед подразумевает выплаты дивидендов из чистой прибыли, скорректированной на капитальные вложения и расходы на НИОКР. По нашим оценкам, дивидендные выплаты могут начаться в 2026 г., после завершения основного этапа модернизации завода «Биохимик» и прохождения пика научно-исследовательских работ, связанных с выводом на рынок портфеля инновационных препаратов. Мы ожидаем, что в 2026 г. объем дивидендных выплат составит 3 руб./акц., а к 2032 г. вырастет почти в 50 раз до 160 руб./акц.

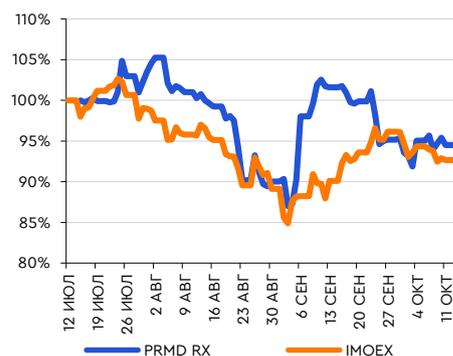
**Сергей Либин**

Sergey.Libin@gazprombank.ru

ТИКЕР	PRMD RX
Целевая цена, руб.	760
Текущая цена, руб.	380
Потенциал роста	100%
Рекомендация	ПОКУПАТЬ
ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ	
Рын. кап., млрд руб.	81
Чист. долг и проч., млрд руб.	12
EV, млрд руб.	93
Макс. за 52 нед., руб.	422
Мин. за 52 нед., руб.	349

Источник: открытые источники

Динамика котировок Промомед и индекса Мосбиржи



Источник: Мосбиржа



ПОДПИСЫВАЙТЕСЬ НА КАНАЛ  
«БЛОГ РЫНКОВ КАПИТАЛА» –  
ЗДЕСЬ ВСЕГДА ДЕРЖАТ РУКУ НА  
ПУЛЬСЕ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

## СОДЕРЖАНИЕ

О компании.....	3
SWOT-анализ.....	5
Продуктовый портфель ГК «Промомед» .....	6
Текущий портфель Промомед.....	6
Инновационный портфель .....	8
Эндокринология (5 препаратов): на низком старте.....	9
Онкология (12 препаратов): долгосрочный драйвер роста.....	10
Противовирусные (3 препарата): высокая готовность к потенциальным угрозам .....	10
Неврология (4 препарата): против боли и паралича .....	11
Иммунология (3 препарата): биотехнологии на службе иммунитета .....	12
Ветеринария (3 препарата): Промомед спешит на помощь.....	12
Прогноз выручки по инновационному портфелю .....	13
Фармацевтический рынок.....	14
Мировой рынок.....	14
Российский рынок .....	14
Ключевые сегменты фармацевтического рынка.....	15
Ожирение: чума XXI века .....	15
Онкология – не приговор, а диагноз .....	17
Прогнозная модель .....	18
Выручка.....	18
Операционные расходы, EBITDA.....	18
Капитальные расходы, СДП, дивиденды .....	19
Долговая нагрузка .....	19
Оценка .....	20
Методология.....	20
Дисконтирование денежных потоков.....	20
Матрица стоимости .....	21
Стресс-тест .....	22
Сравнительная оценка .....	23
Позиционирование относительно российского технологического сектора.....	25

## О КОМПАНИИ

**Промомед – одна из ведущих российских биофармацевтических компаний, основная миссия которой – победа над неизлечимыми болезнями, более эффективное и безопасное лечение и увеличение продолжительности трудоспособной и здоровой жизни с высоким качеством. Компания присутствует на российском рынке около 20 лет и в 2022-2023 гг. занимала первое место по количеству клинических исследований и регистраций в РФ.**

Основной фокус компании приходится на самые перспективные сегменты рынка с высочайшими потребностями в инновациях и высоких технологиях, с акцентом на передовой терапии онкозаболеваний и ожирения. Глобальная задача Промомед – удовлетворить потребность населения в безопасной пожизненной терапии диабета и ожирения, добиться ремиссии сахарного диабета и избавления от инсулина, обеспечить население инновационными био- и таргетной технологиями для лечения онкозаболеваний.

На сегодняшний день численность научно-исследовательского персонала составляет 398 человек. Количество патентов/ноу-хау, по данным на 30 июня 2024 г. – 71/21, выручка, защищенная патентами, в 2021–2023 гг. – около 66% общей выручки.

В 2023 г. Промомед расширил производство АФС (активных фармацевтических субстанций) и вывел на рынок GLP-1 препараты (Энлигрия, Квинсента), в 2024 г. ведется разработка биотехнологических лекарственных препаратов и самых современных технологий для персонализированных медицинских решений.

К 2032 г. Промомед рассчитывает войти в тройку лучших инновационных биофармацевтических компаний России, в пятерку быстрорастущих компаний России и стать экспортером инновационных решений.

### Дивидендная политика

Дивидендная политика компании предусматривает следующие выплаты, зависящие от отношения чистого долга к скорр. EBITDA и скорректированной чистой прибыли. Скорректированный показатель чистой прибыли – это чистая прибыль за период, скорректированная на сумму капитализированных расходов в отношении основных средств и НМА (выплаты в связи с приобретением, созданием, модернизацией, реконструкцией и подготовкой к использованию основных средств и выплаты в связи с приобретением и созданием нематериальных активов) и на амортизацию по капитализированным расходам в отношении основных средств и НМА.

#### Дивидендная политика

КРИТЕРИЙ	ЦЕЛЕВОЕ ЗНАЧЕНИЕ ДИВИДЕНДОВ
Чистый долг / Скорр. EBITDA LTM $\leq$ 1	Не менее 50% от показателя скорр. ЧП за соответствующий отчетный период
1 < Чистый долг / Скорр. EBITDA LTM $\leq$ 2	Не менее 25% от показателя скорр. ЧП за соответствующий отчетный период
2 < Чистый долг / Скорр. EBITDA LTM $\leq$ 2,5	Не менее 15% от показателя скорр. ЧП за соответствующий отчетный период
Чистый долг / Скорр. EBITDA LTM > 2,5	Вопрос о выплате дивидендов по решению совета директоров

Источник: данные компании



История развития Промомед



Источник: данные компании

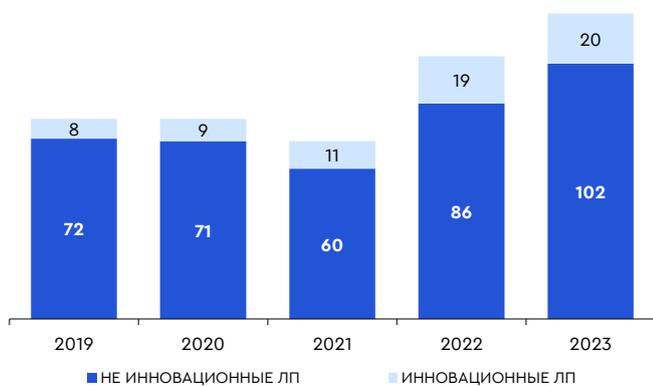
## SWOT-анализ

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ	СЛАБЫЕ СТОРОНЫ
<ul style="list-style-type: none"><li>• Лидирующие позиции на российском рынке фармацевтики, особенно в сегменте препаратов для лечения диабета и онкозаболеваний.</li><li>• Высокие инвестиции в НИОКР, что позволяет разрабатывать новые продукты и улучшать существующие.</li><li>• Использование ИИ в разработке лекарственных препаратов.</li><li>• Наличие производственных мощностей в России позволяет оперативно реагировать на изменение спроса и снижать издержки.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Высокая зависимость от внутреннего рынка и ограниченное присутствие на международных рынках.</li><li>• Долгие сроки разработки новых лекарственных препаратов.</li><li>• Усиление конкуренции на фоне государственной поддержки отрасли, возможность появления крупного консолидатора.</li></ul>
ВОЗМОЖНОСТИ	УГРОЗЫ
<ul style="list-style-type: none"><li>• Консолидация рынка и закрепление лидерских позиций за счет замещения иностранных фармацевтических компаний.</li><li>• Оперативное реагирование на возникновение вирусных инфекций.</li><li>• Потенциальный выход на рынок стран СНГ, на которых компания будет иметь преимущество по отношению к зарубежным аналогам.</li><li>• Успешное развитие уникальной платформы по разработке биоаналогов и биотехнологических продуктов – Артселленс.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Высокая потребность в оборотном капитале из-за специфики отрасли.</li><li>• Возможное усиление конкуренции со стороны иностранных фармацевтических компаний при их активизации на российском рынке.</li><li>• Риск провала клинических испытаний лекарственных препаратов.</li><li>• Усиление конкуренции со стороны собственного создания лекарственных препаратов участниками рынка.</li><li>• Дефицит кадров в фармацевтической отрасли.</li><li>• Снижение уровня государственной поддержки.</li></ul>

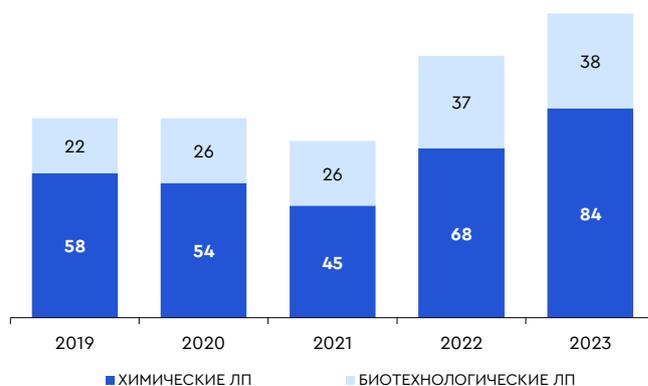
## ПРОДУКТОВЫЙ ПОРТФЕЛЬ ГК «ПРОМОМЕД»

### Текущий портфель Промомед

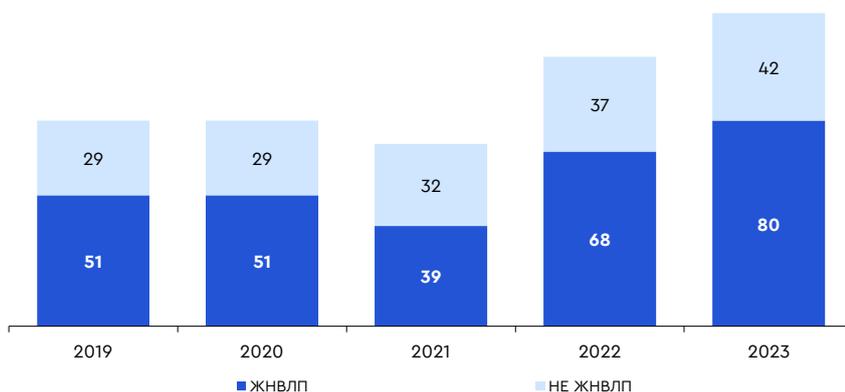
- Продуктовый портфель компании существенно диверсифицирован по терапевтическим группам и каналам продаж.
- Значительная часть препаратов произведена на основе биотехнологий.
- Существенная доля портфеля относится к списку ЖНВЛП (жизненно необходимые и важнейшие лекарственные препараты), что позволяет закрывать потребность государства в них.
- Сокращение количества произведенных Промомед лекарственных препаратов в обороте в 2021 г. вызвано снижением потребительского спроса в связи с пандемией, а также фокусированием производства и продвижения компании на COVID-продуктах.

 Динамика структуры портфеля<sup>1</sup> по инновативности ЛП, шт.


Источник: данные компании

 Динамика структуры портфеля<sup>1</sup> по методу производства ЛП, шт.


Источник: данные компании

 Динамика структуры портфеля<sup>1</sup> по ЖНВЛП, шт.


(1) Указаны только активные ЛП, по которым Компания имеет ненулевую выручку

Источник: данные компании

**Препараты-блокбастеры ГК «Промомед»**
**• Редуксин® и Редуксин® Форте**

- Эффективное снижение веса, контроль аппетита и восстановление метаболического здоровья.
- Лидер рынка ожирения с 2011 г. (рыночная доля в 2023 г. – 64%).
- Включен в Клинические рекомендации Минздрава РФ.
- Более 1 млн проданных упаковок в 2023 г.


**• Леналидомид, Доцетаксел и Эрибулин**

- Эффективная химиотерапия агрессивных видов рака: рак молочной железы, рак легкого, опухоли головы и шеи; рак яичников; рак предстательной железы; рак желудка, множественная миелома.
- Включены в ЖНВЛП и Клинические рекомендации Минздрава РФ.
- Более 330 тыс. проданных упаковок в 2023 г.


**• Ролнавир®**

- Последнее поколение в лечении ВИЧ.
- Обеспечивает высокую эффективность в отношении снижения вирусной нагрузки.
- Собственная технология полного цикла.
- Включен в ЖНВЛП и Клинические рекомендации Минздрава РФ.
- Более 96 тыс. проданных упаковок в 2023 г.


**• Квинсента® и Энлигрия®**

- Нормализация уровня глюкозы и инсулина.
- Эффективное снижение веса, контроль аппетита и восстановление метаболического здоровья.
- Успешная коммерциализация.
- Включен в клинические рекомендации Минздрава РФ. Около 150 тыс. проданных упаковок в 2023 г. (за 1 мес. с момента начала продаж).


**• Амбене®Био**

- Биотехнологический бренд для комплексного лечения заболеваний суставов.
- Инновационная технология получения АФС.
- Включен в ЖНВЛП и Клинические рекомендации Минздрава РФ.
- Более 600 тыс. проданных упаковок в 2023 г.


**• Моделакс®**

- Эффективное и удобное средство лечения запоров.
- Широкие возможности коммерциализации и медиарекламы за счет безрецептурного статуса.
- Более 1,3 млн проданных упаковок в 2023 г.



## Инновационный портфель

В настоящий момент инновационный портфель представлен более чем 30 препаратами на различных стадиях процесса НИОКР, большинство из которых планируются к запуску на рынок в 2025–2028 гг. Препарат на базе семаглутида «Велгия» уже зарегистрирован, вывод на рынок ожидается в 4К24.

Структура инновационного портфеля

ТЕРАПЕВТИЧЕСКАЯ ГРУППА	ПРОДУКТ	ДКИ	ФАЗА 1	ФАЗА 2	ФАЗА 3	ЗАПУСК НА РЫНОК	РЕЛЕВАНТНЫЙ РЫНОК, МЛРД РУБ./ДОЛЯ КОМПАНИИ 2032
Эндокринология	WTBC13101	☑	☑	Next in class		2025	100 / 57%
	WRYC12201	☑	☑			2025	
	WRYC15801	☑	☑			2024	
	WTBC08401	☑	☑			2025	
	WTBC15701	☑	☑	☑	2025	2027	
Онкология	LTBC01201	☑	☑	Next in class		2025	155 / 49%
	LTBC04901	☑	2024			2026	
	LTBC02201	☑	☑			2026	
	LTBC02901	☑	☑			2026	
	LTBC14301	2024	2025	2026	2027	2028	
	LCBC14401	2024	2025	2026	2027	2028	
	LTBC14501	2024	2025	2026	2027	2028	
	LTBC14601	2024	2025	2026	2027	2028	
	LLFB13201	2024	2025	2026	2027	2028	
	LRFB14801	2025	2026	2027	2028	2030	
	LTBB14701	☑	☑	☑	2024-2025	2027	
LTBB15301	2024	2025	2026	2027	2028		
Аутоиммунные заболевания	JLFC09301	☑	☑	☑	2024	2026	38 / 35%
	XRFB14901	☑	☑	☑	2024	2026	
	XTBC01801	2024	2024-2025	2025-2026	2027	2028	
Неврология	XTBC13601	☑	☑	Next in class		2025	141 / 17%
	XTBC13701	☑	☑			2026	
	XTBC13801	☑	☑			2026	
	MPFC15401					2025	
Противовирусные	JLAC14101				2024	2025	32 / 38%
	JUFC11701	2024	2024-2025	2026	2027	2026*	
	JTBC03701	☑	☑	Next in class		2025	
Орфанные	XRYB12501	☑	2024			2025	4 / 49%
	Ветеринария	3 продукта	Next in class			2026	17 / 20%

\* Сначала на рынок выходят дженерики, недоступные в РФ. Параллельно идут исследования оригинального препарата в форме выпуска таблетки и суспензии для в/м введения

Источник: данные компании

## Эндокринология (5 препаратов): на низком старте

Зарегистрированы два препарата от ожирения и диабета на базе семаглутида – «Квинсента» и «Велгия» (аналоги Ozempic и Wegovy от Novo Nordisk). Квинсента присутствует на рынке уже около года, а начало продаж Велгии ожидается в 4К24. Энлигрин (на базе лираглутида) также на рынке около года. Препарат на основе твинкретина (агониста гормонов GLP-1/GLP-1 + GIP – аналог Mounjaro, Zepbound от Eli Lilly) планируется к выходу на рынок в 1К25.

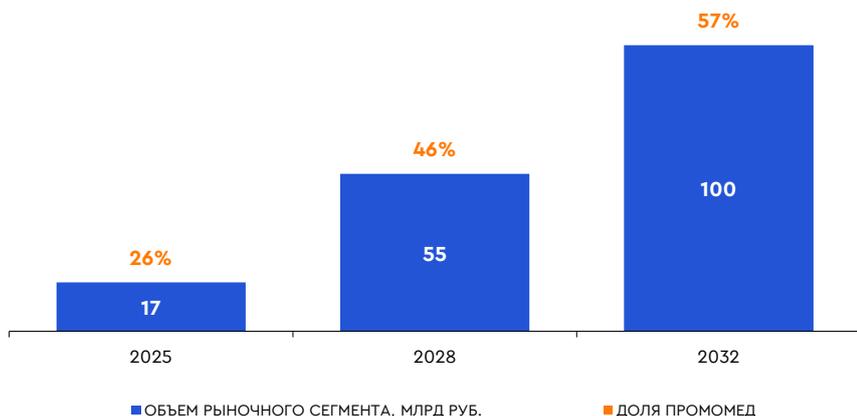
Ожидаемое переключение с инсулина на инкретины станет прорывом в лечении диабета и ожирения. Согласно прогнозам, объем рынка GLP-1/GLP-1 + GIP в РФ к 2032 г. вырастет в 13 раз относительно уровня 2023 г. и составит 100 млрд руб.

Еще один эндокринологический препарат в 2025 г. входит в третью фазу клинических исследований и готовится к выходу на рынок в 2027 г.

Конкурентные преимущества:

- препараты next in class,
- наивысшая эффективность по результатам исследований,
- удобство применения,
- персонализированный подход к терапии.

Прогноз рынка эндокринологии



Источник: Strategy Partners, прогнозы Газпромбанка

## Онкология (12 препаратов): долгосрочный драйвер роста

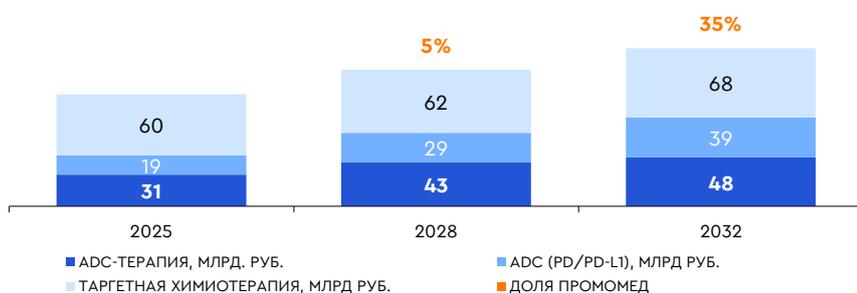
В 2024 г. в фазу доклинических исследований вступают шесть инновационных онкологических препаратов адресной терапии агрессивных форм рака на базе технологий ADC-терапии и таргетной химиотерапии. Их вывод на рынок ожидается в 2028 г. Еще один препарат из онкологической линейки вступает в фазу доклинических исследований, а препарат для лечения уротериального рака и немелкоклеточного рака легкого перейдет на третью фазу клинических исследований в 2024–2025 гг. и будет выпущен на рынок в 2027 г.

В портфеле также находятся четыре препарата Next in class для лечения рака легкого, молочной и предстательной железы. Их выход на рынок ожидается в 2025-2026 гг.

Конкурентные преимущества:

- препараты таргетной терапии для лечения трудноизлечимых видов рака, требующих инновационной терапии;
- повышенный показатель выживаемости и улучшение профиля безопасности.

Прогноз рынка онкологии



Источник: Strategy Partners, прогнозы Газпромбанка

## Противовирусные (3 препарата): высокая готовность к потенциальным угрозам

Рынок противовирусных препаратов достаточно волатилен, поскольку новые опасные вирусные заболевания зачастую появляются внезапно, и прямой реакцией на их появление является возникновение новых лекарств. К примеру, в течение XXI века было зафиксировано как минимум 5 случаев массового распространения острых вирусных инфекций с широким охватом и высоким процентом летальности – «Атипичная пневмония» (2002–2004), «Птичий грипп» (2003), «Свиной грипп» (2009–2010), Вирус Эбола (2014–2016, 2018–2019), Covid-19 (2019 – настоящее время).

Промомед обладает полным набором препаратов и компетенций для экстренного реагирования на возникновение новых угроз. Яркий пример возможностей Промомед – оперативный запуск препаратов для лечения Covid-19: Арепливир, Эсперавир и Скайвир.

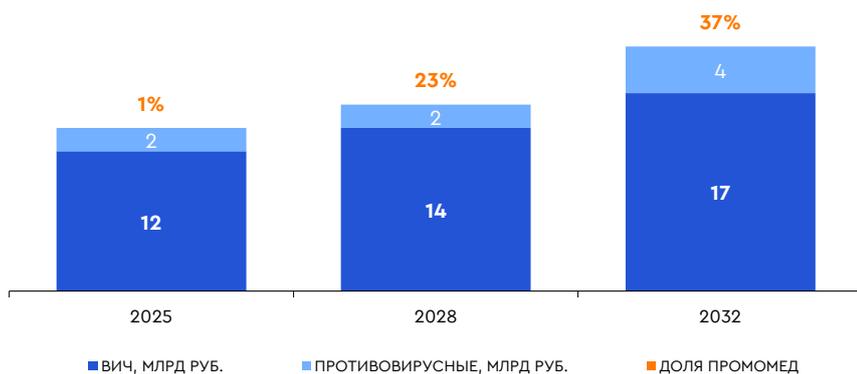
Валовая выручка, сгенерированная противовирусными препаратами от Covid-19, в 2020-2023 гг. превысила 18,7 млрд руб. Сейчас этот опыт капитализируется в терапию самых распространенных вирусных инфекций, таких как ОРВИ, корь, энцефалит и др.

В перспективный портфель Промомед входят три противовирусных препарата, один из которых направлен на лечение внебольничной пневмонии и планируется к выводу на рынок в 2025 г. К конкурентным преимуществам относятся таргетное действие и высокая эффективность за счет сочетания противовоспалительного, репаративного и детоксикационного действий.

Второй ключевой противовирусный препарат в перспективном портфеле – средство для терапии ВИЧ, в настоящий момент находится на стадии клинических исследований. Этот препарат является инновационным по способу применения и позволяет принимать лекарство 1 раз в 1–2 мес. Выход на рынок ожидается в 2026 г.

Третий противовирусный препарат направлен на лечение гепатита С. Регистрация планируется в 2025 г.

## Прогноз рынка противовирусных средств



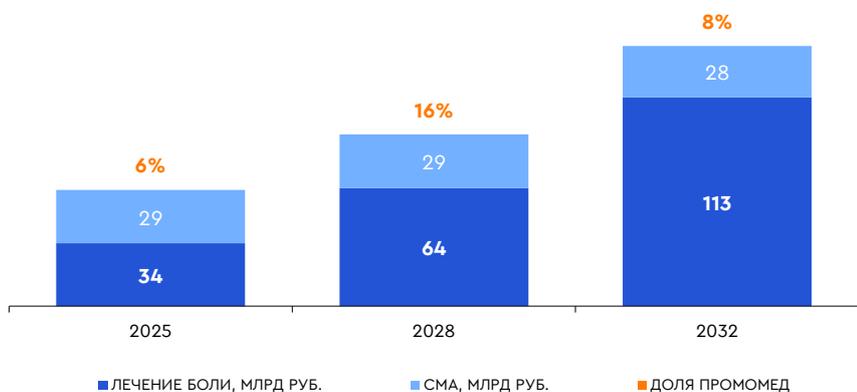
Источник: Strategy Partners, прогнозы Газпромбанка

**Неврология (4 препарата): против боли и паралича**

В инновационном портфеле Промомед присутствуют 3 препарата Next in class, предназначенные для лечения боли и планируемые к выводу на рынок в 2025–2026 гг. Рынок лечения боли – насыщенный и высококонкурентный, однако уход международных игроков создает для компании «окно возможностей». Инновационные средства Промомед являются более эффективными по сравнению с конкурентами и имеют высокий экспортный потенциал.

Еще одним инновационным продуктом в сегменте неврологии является препарат для лечения спинально-мышечной атрофии (СМА). В настоящий момент он находится в стадии регистрации и планируется к выводу на рынок в 2025 г. К преимуществам препарата относятся наличие собственной технологии синтеза субстанции и производство полного цикла, позволяющее контролировать себестоимость.

## Прогноз рынка неврологии

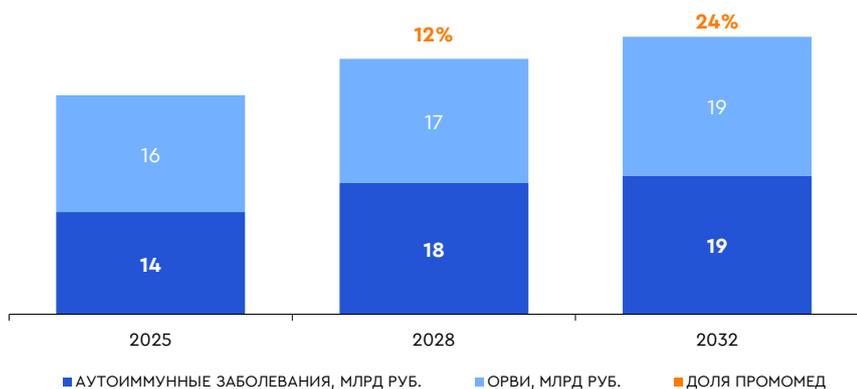


Источник: Strategy Partners, прогнозы Газпромбанка

## Иммунология (3 препарата): биотехнологии на службе иммунитета

В инновационном портфеле Промомед присутствуют два биотехнологических и один таргетный препарат для лечения аутоиммунных заболеваний и ОРВИ. Два из них находятся в третьей фазе клинических исследований и планируются к выпуску на рынок в 2026 г., а третий проходит стадию доклинических испытаний и ожидается к выходу на рынок в 2028 г. Препараты являются продуктами биотехнологий, имеют таргетный характер и обладают высокой эффективностью.

### Прогноз рынка иммунологии

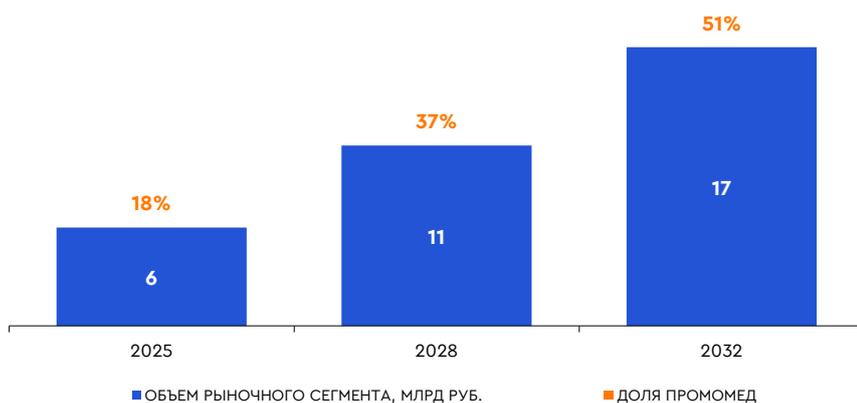


Источник: Strategy Partners, прогнозы Газпромбанка

## Ветеринария (3 препарата): Промомед спешит на помощь

Исторически Промомед не был представлен на рынке ветеринарии, но после ухода международных игроков появилась возможность занять новую для себя нишу. Сейчас в инновационном портфеле находятся 3 инсектицидных препарата Next in class, планируемые к выходу на рынок в 2026 г.

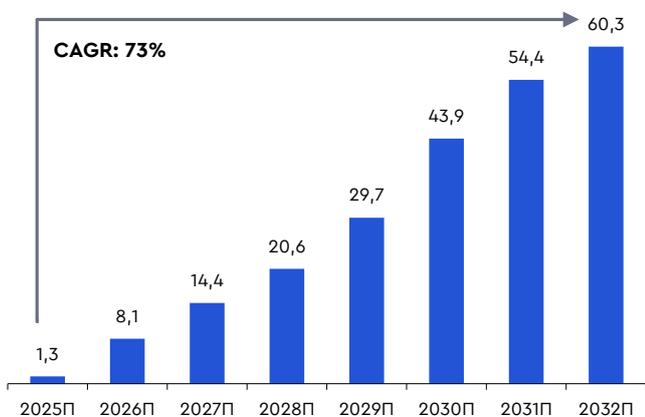
### Прогноз рынка ветеринарии



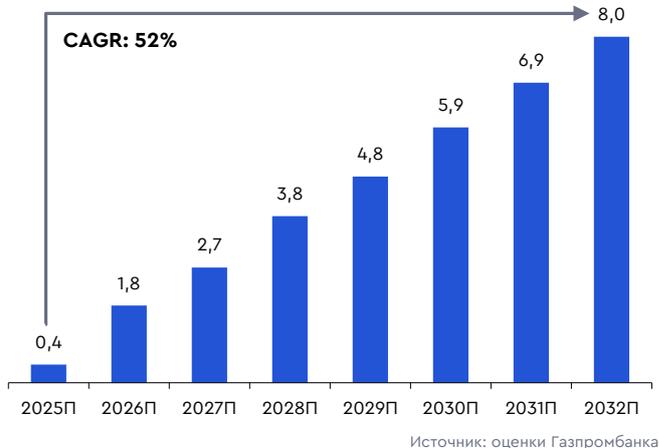
Источник: Strategy Partners, прогнозы Газпромбанка

## ПРОГНОЗ ВЫРУЧКИ ПО ИННОВАЦИОННОМУ ПОРТФЕЛЮ

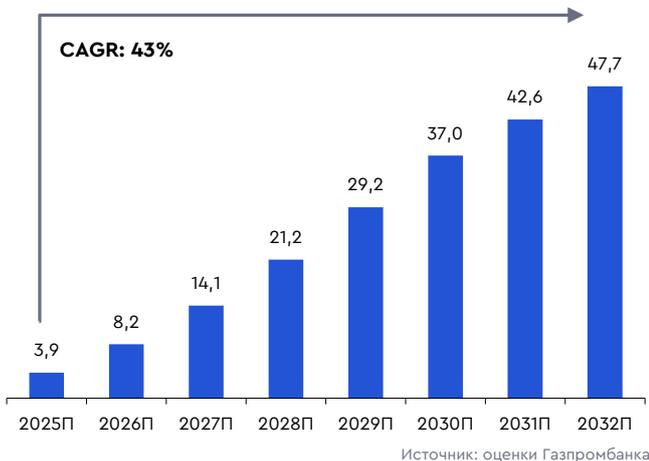
Выручка по препаратам портфеля «Онкология», млрд руб.



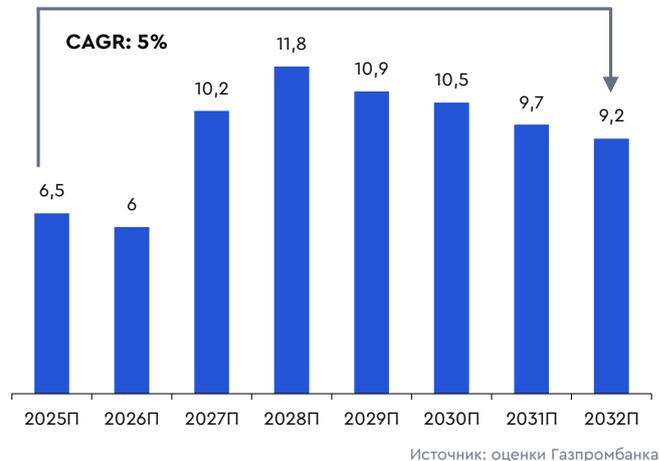
Выручка по препаратам портфеля «Иммунология», млрд руб.



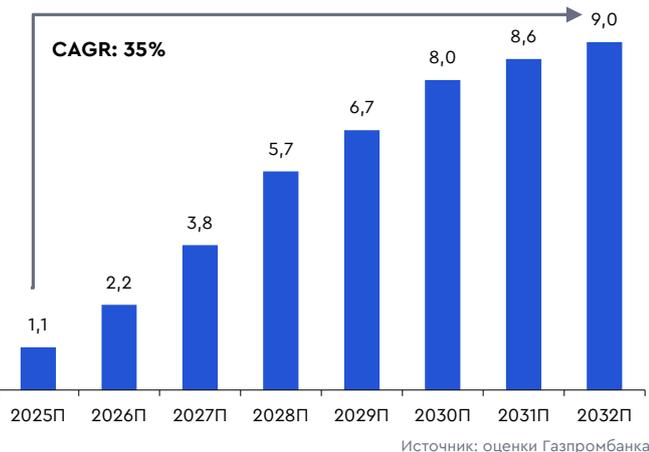
Выручка по препаратам портфеля «Эндокринология», млрд руб.



Выручка по препаратам портфеля «Неврология», млрд руб.



Выручка по препаратам портфеля «Противовирусные», млрд руб.



## ФАРМАЦЕВТИЧЕСКИЙ РЫНОК

### Мировой рынок

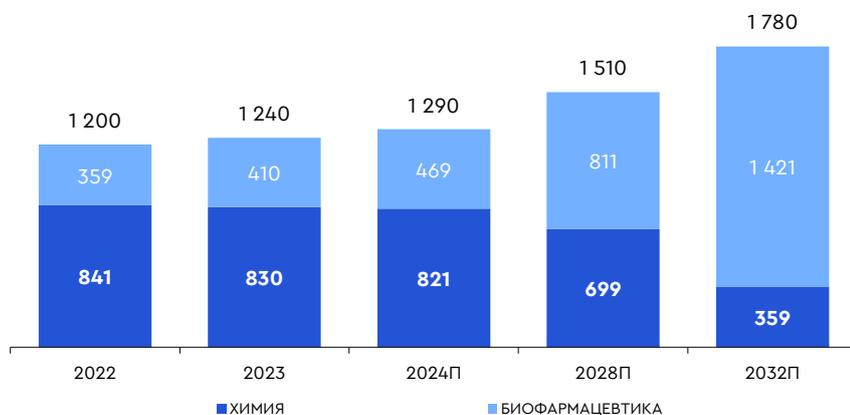
Согласно оценкам Precedence Research и Strategy Partners, объем мирового фармацевтического рынка в 2023 г. превысил 1,2 трлн долл. Ожидается, что рынок будет расти со среднегодовым темпом 4,1% и к 2032П достигнет 1,8 трлн долл.

При этом структура рынка может кардинально измениться: доля биофармацевтики вырастет с 33% в 2023 г. до 80% в 2032П, что подразумевает среднегодовой темп роста в 15%, в то время как рынок традиционной химической фармацевтики будет снижаться со среднегодовым темпом 9%.

Постепенное замещение химических препаратов биотехнологическими является одним из ключевых глобальных трендов в фармацевтике. Основными преимуществами биологических препаратов над химическими является их низкая токсичность и высокая эффективность, в частности, при лечении хронических заболеваний, таких как рак, сердечно-сосудистые заболевания, диабет и др. Биотехнологические препараты учитывают особенности организма пациента и имеют ключевое преимущество за счет таргетного воздействия на мишени, что может быть недоступно для химических молекул. При этом разработка биофармацевтических препаратов является более наукоемкой и дорогостоящей по сравнению с традиционными препаратами.

Ярким примером замещения традиционных технологий биотехнологиями является ADC-терапия (Antibody-drug conjugate) в онкологии. В настоящее время наиболее распространенной технологией лечения рака является химиотерапия, которая воздействует токсичными веществами на весь организм, что приводит к значительным негативным побочным эффектам. ADC-препараты действуют путем присоединения к опухолевым клеткам и направленного введения токсина, при этом воздействия на здоровые клетки не оказывается.

Объем мирового фармацевтического рынка, млрд долл. США



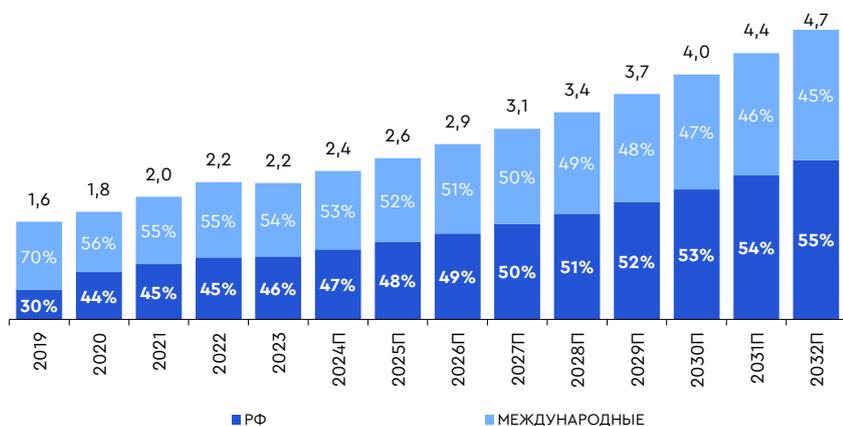
Источник: Precedence Research, Strategy Partners

### Российский рынок

Согласно исследованию Strategy Partners, в 2019–2023 гг. среднегодовой темп роста фармацевтического рынка в России составлял 8,5%, а объем рынка в 2023 г. достиг 2,6 трлн руб. Российский рынок характеризуется значительной долей иностранных лекарств (в 2023 г. 55% рынка в стоимостном выражении) и высокой долей дженериков (2023 г.: 61%). При этом с 2022 г. международные игроки резко снизили количество клинических исследований (доля разрешений на клинические исследования международным игрокам сократилась с 54% в 2020 г. до 20% в 2023 г.). В перспективе это приведет к отсутствию запусков продаж инновационных международных препаратов и вытеснению их с рынка российскими производителями на горизонте 4–5 лет, поскольку проведение клинических исследований на территории РФ является необходимым условием для государственной регистрации препарата и возможности его коммерческой реализации.

Таким образом, доля локальных производителей на российском фармацевтическом рынке в долгосрочной перспективе будет расти. При этом основными бенефициарами постепенного ухода международных конкурентов должны стать компании, способные производить инновационные препараты и обладающие достаточным производственным, научно-исследовательским и финансовым потенциалом для успешного замещения международных игроков.

Объем российского фармацевтического рынка\*, трлн руб.



Источник: Strategy Partners

\* без учета парафармацевтики

### Ключевые сегменты фармацевтического рынка

По оценкам Strategy Partners, ключевыми сегментами российского фармацевтического рынка являются эндокринология и онкология, на которые совокупно приходится около 32% рынка в денежном выражении.

В глобальном масштабе эти сегменты также являются наиболее перспективными: по оценкам международного агентства IQVIA, рынки препаратов для лечения ожирения и онкологии продемонстрируют самые высокие темпы роста в 2024–2028 гг.

Структура российского фармацевтического рынка по классам препаратов, 2023 г.



Источник: Strategy Partners

Ожидаемые среднегодовые темпы роста сегментов глобального рынка, 2024–2028П



Источник: IQVIA

### Ожирение: чума XXI века

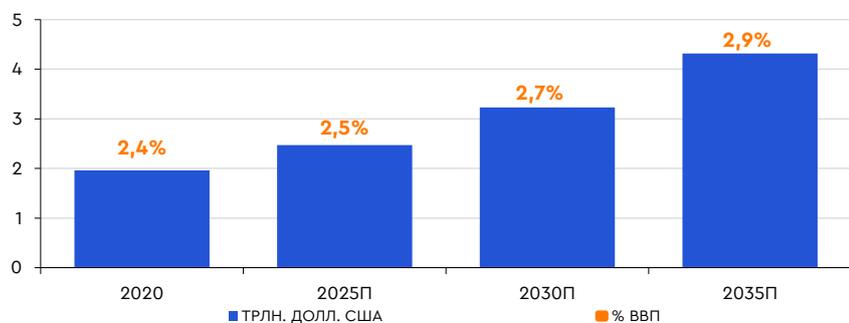
Согласно данным Всемирной организации здравоохранения (ВОЗ), в 2022 г. избыточную массу тела имели 2,5 млрд чел. старше 18 лет, что эквивалентно 43% взрослого населения Земли, а более 890 млн чел. (16% населения) страдали ожирением. Ожидается, что к 2035 г. количество людей с избыточным весом составит 3,3 млрд чел. и превысит 50% взрослого населения Земли.

По мнению некоторых исследователей, в настоящее время идет пандемия ожирения. Причиной избыточного веса является дисбаланс между потреблением энергии (питанием) и ее расходом (физической активностью). Современный образ жизни, особенно в городской среде, предполагает значительное снижение физической активности, а обилие и доступность высококалорийной пищи еще сильнее влияют на энергетический баланс.

При этом лишний вес и ожирение часто являются предшественниками более серьезных заболеваний. Согласно оценкам ВОЗ, в 2019 г. избыточный вес стал причиной 5 млн случаев смерти от неинфекционных заболеваний, таких как сердечно-сосудистые заболевания, диабет, рак, неврологические расстройства, хронические респираторные заболевания и расстройства пищеварения.

Согласно оценкам Мировой федерации ожирения, совокупный негативный эффект на мировую экономику, вызванный лишним весом (прямые расходы на лечение, снижение продуктивности, болезни и ранние смерти), в 2020 г. составлял 2 трлн долл. (2,4% мирового ВВП), а к 2035 г. негативный эффект достигнет 4,3 трлн долл. (2,9% ВВП). По масштабу влияния на экономику это сопоставимо с эффектом от пандемии Covid-19 в 2020 г.

#### Влияние ожирения на мировую экономику

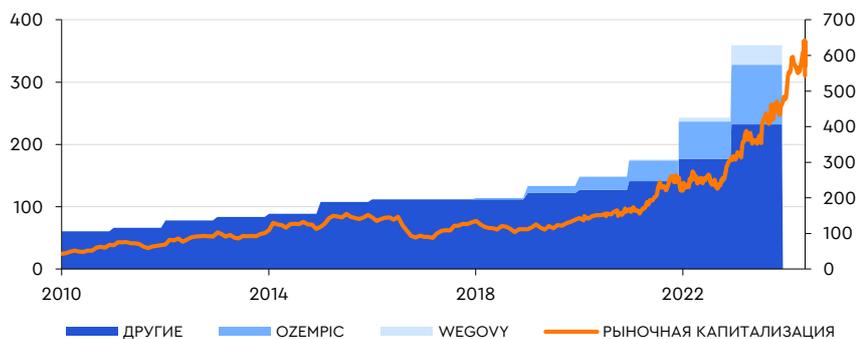


Источник: Strategy Partners

#### Novo Nordisk: миллиарды на ожирении

Наглядной иллюстрацией значения ожирения для мировой экономики является кейс Novo Nordisk. Изначально компания специализировалась на производстве препаратов для лечения диабета, в частности, инсулинов. В 2018 г. Novo Nordisk выпустила в продажу инновационное лекарство от диабета на основе семаглутида – Ozempic. Помимо основного предназначения препарат способствует значительному снижению веса. Лекарство быстро стало мировым блокбастером, а Novo Nordisk в 2023 г. стала самой крупной по капитализации компанией в Европе и второй по капитализации фармацевтической компанией в мире (на первом месте американская Eli Lilly, которая также производит препарат на основе семаглутида). В настоящий момент капитализация Novo Nordisk составляет ~600 млрд долл., при этом, по нашим оценкам, около 90% стоимости приходится на семаглутидные препараты Ozempic и Wegovy.

#### Novo Nordisk: выручка (млрд. датских крон, л. шк.) и капитализация (млрд долл., пр. шк.)



Источник: Novo Nordisk, NYSE

## Онкология – не приговор, а диагноз

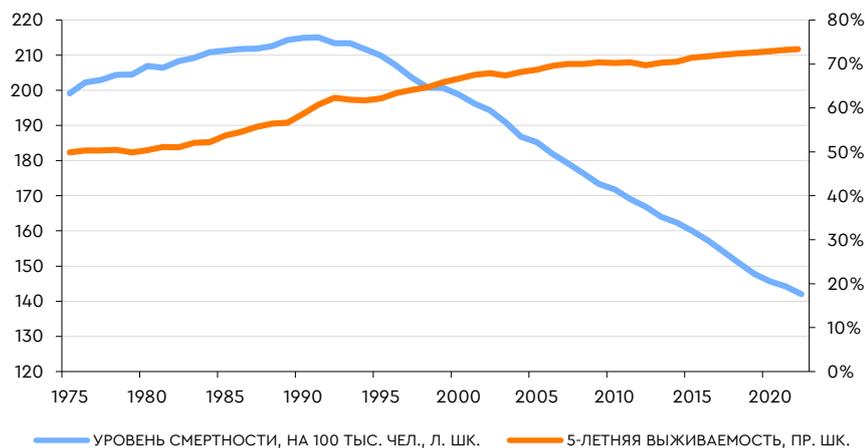
По данным ВОЗ, онкологические заболевания являются второй по распространенности причиной смерти в мире. В течение XX века появлялись инновационные методы лечения рака: в начале века – радиотерапия, а в середине – химиотерапия. Несмотря на успехи в лечении непосредственно онкологических заболеваний, старые методы оказывают негативное воздействие на весь организм пациента и могут иметь достаточно тяжелые побочные эффекты.

В начале XXI века появилась новая методика лечения рака с использованием биотехнологий – моноклональные антитела (МАТ). Терапия такого типа стимулирует естественный иммунный ответ организма на определенные виды заболеваний.

В настоящее время прогрессивной технологией является ADC-терапия (токсин иммуноконъюгат), в ходе которой моноклональное антитело используется не только в качестве самостоятельного агента, но и как транспорт для химического вещества, которое прицельно разрушает опухолевую клетку. Такая терапия является более эффективной и, в отличие от химиотерапии, не наносит ущерба организму пациента.

Согласно статистике, инновационные методы лечения рака значительно улучшают баланс смертности и выживаемости. При этом, с учетом высокой ресурсоемкости онкологических исследований, ожидаемые темпы роста рынка препаратов для лечения рака выше, чем в среднем по отрасли.

### Динамика выживаемости и смертности от рака в США



Источник: Национальный институт рака США

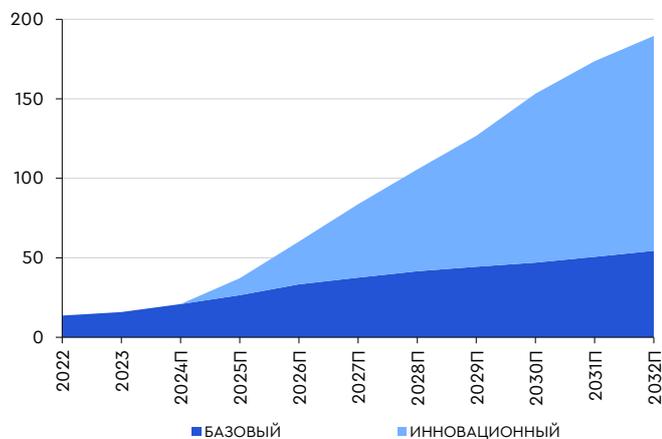
## ПРОГНОЗНАЯ МОДЕЛЬ

### Выручка

Мы прогнозируем выручку, исходя из оценок объема рынков присутствия препаратов Промомед, а также с учетом текущей доли рынка для продуктов из базового портфеля и целевых долей для инновационного и дополнительного портфеля. Мы также применяем среднюю скидку к валовой выручке в прогнозном периоде в размере ~20% на основании фактических данных.

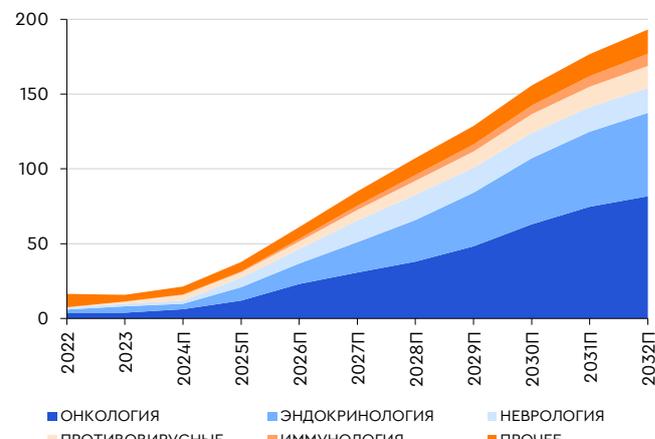
По нашим оценкам, к 2032 г. выручка Промомед вырастет в 12 раз по сравнению с 2023 г., что соответствует среднегодовому темпу роста в 32%. В разбивке по терапевтическим группам опережающую динамику будут демонстрировать онкология (CAGR 41%) и эндокринология (CAGR 33%). При этом доля инновационного портфеля в структуре выручки к 2032 г. достигнет 70%.

Динамика выручки в разрезе портфелей, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Динамика выручки в разрезе терапевтических групп, млрд руб.

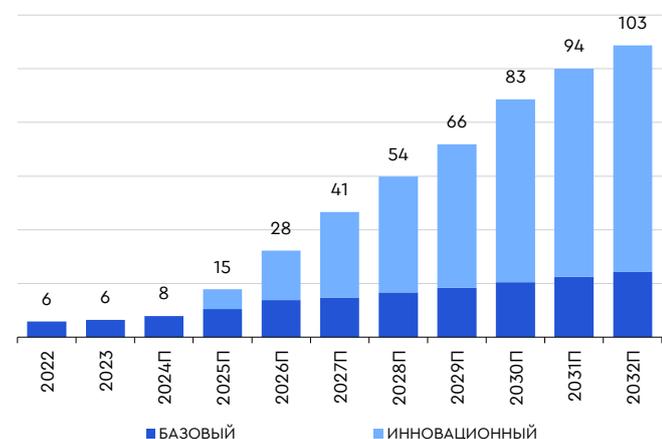


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

### Операционные расходы, EBITDA

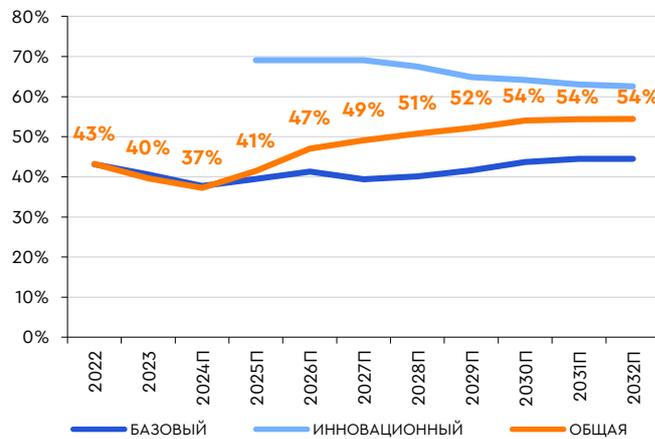
Для моделирования операционных расходов мы предполагаем, что удельная валовая рентабельность препаратов из инновационного портфеля будет выше, чем в базовом, благодаря ценообразованию на инновационные препараты, которое учитывает расходы на НИОКР. Мы также прогнозируем снижение удельного веса косвенных затрат (общехозяйственные и коммерческие расходы) по мере роста объема портфеля препаратов. В результате, по нашим оценкам, CAGR EBITDA до 2032 г. составит 36%, а рентабельность EBITDA вырастет на 14 п.п., с 40% в 2023 г. до 54% в 2032 г.

Динамика EBITDA в разрезе портфелей, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Динамика рентабельности EBITDA

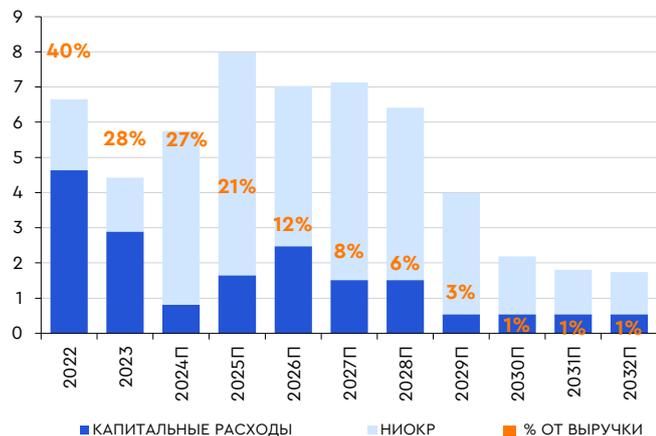


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

## Капитальные расходы, СДП, дивиденды

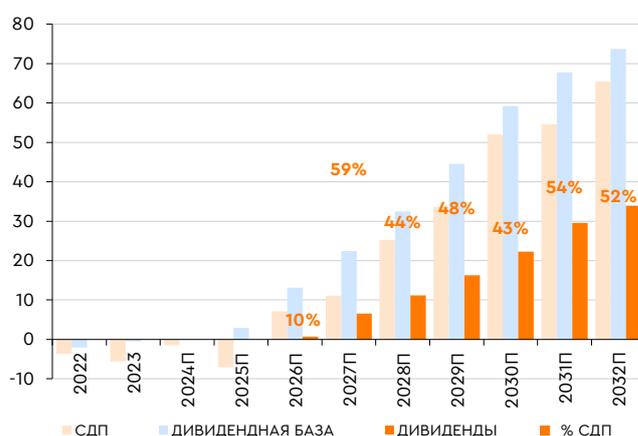
Мы прогнозируем капитальные расходы и затраты на НИОКР на основании инвестиционной программы Промомед, связанной с окончанием строительства и модернизации производственной площадки «Биохимик» и завершением цикла исследований для препаратов из инновационного портфеля. Согласно нашим прогнозам, СДП будет отрицательным до 2025 г. включительно, а выплата дивидендов может начаться в 2026 г., после выхода на положительный СДП.

Структура инвестиций, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

Динамика СДП и дивидендов, млрд руб.

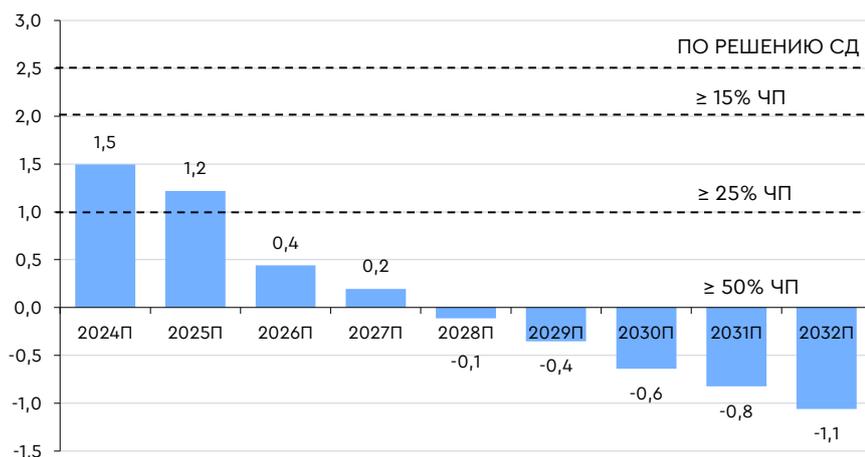


Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

## Долговая нагрузка

По нашим оценкам, в 2024–2025 гг. долговая нагрузка будет составлять комфортные 1,2–1,5х, а после 2025 г. начнет снижаться по мере выхода на положительные значения СДП. Таким образом, по нашим оценкам, к моменту начала выплаты дивидендов долговая нагрузка будет находиться на уровнях, подразумевающих дивидендные выплаты в размере не менее 50% скорректированной чистой прибыли.

Динамика долговой нагрузки, Чистый долг/ЕБИТДА



Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

## ОЦЕНКА

### Методология

Для оценки справедливой стоимости ГК «Промомед» мы используем метод дисконтирования денежных потоков. С целью более гибкого подхода к оценке и для возможности проведения стресс-тестирования модели с учетом вероятностей успешного достижения плановых показателей мы рассчитали справедливую стоимость по каждому из портфелей отдельно.

Мы применили общий подход к расчету ставки дисконтирования. Для дифференциации портфелей по темпам роста мы использовали эмпирический показатель Beta фармацевтической отрасли – для базового портфеля и биотехнологической отрасли – для инновационного. В качестве постпрогнозного темпа роста мы использовали уровень в 3% для базового портфеля и 4% – для инновационного.

#### Параметры модели дисконтирования

	БАЗОВЫЙ	ИННОВАЦИОННЫЙ	КОММЕНТАРИЙ
Безрисковая ставка	16%	16%	Доходность 10-летних ОФЗ
Премия за рыночный риск	7%	7%	Усредненное значение дифференциала индексов полной доходности акций и облигаций Московской Биржи
Beta	1,03	1,12	Усредненный эмпирический коэффициент Beta по отрасли
Специфическая риск-премия	1%	1%	Размер, ликвидность, отраслевые риски
<b>Ставка дисконтирования</b>	<b>24,2%</b>	<b>24,9%</b>	
<b>Постпрогнозный темп роста</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	Базовый уровень = 3%

Источник: оценки Газпромбанка

### Дисконтирование денежных потоков

#### Базовый портфель, млн руб.

	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	2033П	2034П
ЕБИТДА	7 376	9 653	12 822	13 787	15 546	17 294	19 288	21 189	22 790	23 687	24 501
(-) Налог на прибыль	-854	-1 617	-2 087	-2 086	-2 245	-2 438	-2 772	-3 757	-4 705	-4 891	-5 059
(-) Инвестиции	-1 330	-2 073	-1 162	-1 162	-1 278	-1 406	-1 407	-1 408	-1 409	-1 465	-1 515
<b>СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК (СДП)</b>	<b>5 192</b>	<b>5 962</b>	<b>9 573</b>	<b>10 539</b>	<b>12 023</b>	<b>13 451</b>	<b>15 109</b>	<b>16 024</b>	<b>16 675</b>	<b>17 332</b>	<b>17 928</b>
<b>ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СДП</b>		<b>5 962</b>	<b>7 707</b>	<b>6 831</b>	<b>6 274</b>	<b>5 651</b>	<b>5 110</b>	<b>4 363</b>	<b>3 656</b>	<b>3 059</b>	<b>2 548</b>

Источник: оценки Газпромбанка

#### Оценка справедливой стоимости

Приведенная стоимость денежных потоков, млн руб.	51 902
+ Стоимость терминального периода, млн руб.	13 606
<b>Стоимость акционерного капитала, млн руб.</b>	<b>65 508</b>
<b>Стоимость на акцию, руб.</b>	<b>308</b>

Источник: оценки Газпромбанка

#### Инновационный портфель, млн руб.

	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	2033П	2034П
ЕБИТДА	-75	5 736	15 451	27 281	38 037	48 792	63 492	73 250	80 386	86 477	91 203
(-) Налог на прибыль	0	-1 434	-3 863	-6 820	-9 509	-12 198	-15 873	-18 313	-20 096	-21 619	-22 801
(-) Инвестиции	-3 165	-4 104	-2 797	-3 789	-2 830	-1 402	0	0	-2	-2	-2
<b>СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-3 240</b>	<b>198</b>	<b>8 791</b>	<b>16 672</b>	<b>25 698</b>	<b>35 192</b>	<b>47 619</b>	<b>54 938</b>	<b>60 287</b>	<b>64 856</b>	<b>68 400</b>
<b>ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СДП</b>		<b>198</b>	<b>7 040</b>	<b>10 693</b>	<b>13 199</b>	<b>14 476</b>	<b>15 686</b>	<b>14 493</b>	<b>12 737</b>	<b>10 973</b>	<b>9 268</b>

Источник: оценки Газпромбанка

## Оценка справедливой стоимости

Приведенная стоимость денежных потоков, млн руб.	111 479
+ Стоимость терминального периода, млн руб.	45 769
<b>Стоимость акционерного капитала, млн руб.</b>	<b>157 248</b>
<b>Стоимость на акцию, руб.</b>	<b>783</b>

Источник: оценки Газпромбанка

## Корпоративные расходы, млн руб.

	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	2033П	2034П
(+/-) Изменения в оборотном капитале	-1 739	-9 183	-6 128	-10 530	-7 468	-10 156	-7 283	-12 529	-8 570	-9 156	-9 635
(+/-) Лизинг, проценты	-1 383	-1 639	-2 117	-2 721	-3 078	-3 073	-2 898	-2 849	-3 049	-3 055	-3 060
(-) Инвестиции	-1 255	-1 806	-3 066	-2 181	-2 307	-1 175	-776	-392	-330	-353	-371
<b>СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-4 378</b>	<b>-12 627</b>	<b>-11 311</b>	<b>-15 432</b>	<b>-12 853</b>	<b>-14 404</b>	<b>-10 957</b>	<b>-15 770</b>	<b>-11 949</b>	<b>-12 564</b>	<b>-13 067</b>
<b>ДИСКОНТИРОВАННЫЙ СДП</b>		<b>-12 627</b>	<b>-9 122</b>	<b>-10 037</b>	<b>-6 741</b>	<b>-6 092</b>	<b>-3 738</b>	<b>-4 338</b>	<b>-2 651</b>	<b>-2 248</b>	<b>-1 885</b>

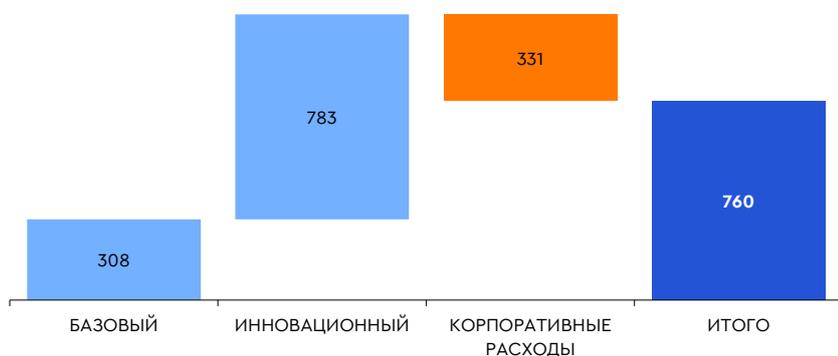
Источник: оценки Газпромбанка

## Оценка справедливой стоимости

Приведенная стоимость денежных потоков, млн руб.	-59 962
+ Стоимость терминального периода, млн руб.	-10 339
<b>Стоимость акционерного капитала, млн руб.</b>	<b>-70 301</b>
<b>Стоимость на акцию, руб.</b>	<b>-331</b>

Источник: оценки Газпромбанка

## Оценка справедливой стоимости в разрезе портфелей, руб./акц.



Источник: оценки Газпромбанка

## Матрица стоимости

Мы оценили стоимость операционного бизнеса ГК «Промомед» в разрезе трех продуктовых портфелей и основных терапевтических групп по методу ДДП, применив к каждому из сегментов описанные выше параметры.

По нашим оценкам, 80% стоимости приходится на направления онкологии и эндокринологии, а также на инновационные неврологические препараты.

При этом эффект в эндокринологии и неврологии будет заметен в краткосрочном периоде, поскольку основная часть препаратов из инновационного портфеля по этим направлениям проходит финальные фазы исследований и будет готова к выпуску на рынок уже в 2025–2026 гг. В то же время инновационные онкологические препараты находятся на более ранних стадиях исследований и будут готовы к выходу на рынок в 2028 г.

## Матрица стоимости портфеля Промомеда\*

	БАЗОВЫЙ	ИННОВАЦИОННЫЙ	ПРОЧЕЕ	ИТОГО
ОНКОЛОГИЯ	13%	29%		<b>42%</b>
ЭНДОКРИНОЛОГИЯ	5%	21%		<b>26%</b>
НЕВРОЛОГИЯ	3%	11%		<b>14%</b>
ПРОТИВОВИРУСНЫЕ	3%	5%		<b>8%</b>
ИММУНОЛОГИЯ	1%	2%		<b>3%</b>
ПРОЧЕЕ			7%	<b>7%</b>
<b>ИТОГО</b>	<b>25%</b>	<b>68%</b>	<b>7%</b>	<b>100%</b>

\* Суммы по сегментам могут не быть равными 100% из-за округления

Источник: оценки Газпромбанка

## Стресс-тест

Базовый сценарий оценки предполагает выполнение цикла вывода инновационных препаратов на рынок в соответствии с графиком, плановым объемом инвестиций в разработку и достижение целевых долей рынка. Для отражения возможного отклонения от плановых показателей мы провели стресс-тест, в рамках которого скорректировали показатели базового сценария по перспективному и дополнительному портфелям с учетом вероятности реализации.

Из более чем 30 препаратов в инновационном портфеле 22 либо находятся на последних стадиях клинических испытаний, либо являются next in class препаратами и не требуют длительного нахождения в фазе клинических исследований. По таким препаратам выход на рынок ожидается в 2025–2027 гг., а вероятность успешного запуска близка к 100%.

Другая группа препаратов из инновационного портфеля находится на ранних стадиях исследований (доклиническая, Фаза 1 клинических исследований). В основном это группа онкологических лекарств, относящихся к ADC-терапии. Основываясь на эмпирических данных Промомед, мы предполагаем 80%-ную вероятность соответствия процесса исследований и выхода на рынок. Отметим, что в действительности на ранних стадиях исследований находятся менее 30% портфеля инновационных препаратов, поэтому в реальности, на наш взгляд, вероятность успешной реализации планов значительно выше 80%, поэтому рассматриваем применение коэффициента вероятности 80% ко всему инновационному портфелю в качестве самого негативного и малореалистичного варианта развития событий.

По результатам стресс-теста справедливая стоимость снижается на 14% относительно базового сценария и составляет 651 руб./акц. По нашему мнению, указанные уровни вероятностей учитывают широкий спектр сценариев отклонения от плана в негативную сторону, и мы считаем полученную в результате стресс-теста оценку наиболее консервативным сценарием.

Стресс-тест справедливой оценки ГК «Промомед», руб./акц.

	БАЗОВЫЙ СЦЕНАРИЙ	ВЕРЯТНОСТЬ	СТРЕСС-ТЕСТ
Базовый	308	100%	308
Инновационный	783	80%	626
Сумма	1 091	86%	934
- Корпоративные расходы	-331	86%	-283
<b>Справедливая стоимость</b>	<b>760</b>	<b>86%</b>	<b>651</b>

Источник: оценки Газпромбанка

## Сравнительная оценка

В отсутствие полноценной группы аналогов по фармацевтической отрасли на российском рынке мы предположили, что наиболее близким по профилю роста и рентабельности для Промомед является сектор ИТ.

Мы также рассмотрели соотношение торговых мультипликаторов секторов фармацевтики и ИТ в мировом масштабе.

В результате анализа мы пришли к выводу, что, хотя в среднем фармацевтический сектор торгуется с дисконтом к ИТ, инновационные биофармацевтические компании, такие как Eli Lilly или Novo Nordisk, оцениваются с премией как к фармацевтике, так и к технологиям. На наш взгляд, премия обоснована более высокими темпами роста и значительными барьерами для входа на рынок инновационных препаратов.

### Рыночные мультипликаторы международных публичных фармацевтических компаний

КОМПАНИЯ	СТРАНА	EV/ВЫРУЧКА			EV/ЕБИТДА			P/E		
		2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П
<b>Novo Nordisk</b>	<b>Дания</b>	<b>12,6x</b>	<b>10,4x</b>	<b>8,9x</b>	<b>25,4x</b>	<b>20,6x</b>	<b>17,6x</b>	<b>35,9x</b>	<b>28,8x</b>	<b>24,4x</b>
<b>Eli Lilly and Company</b>	<b>США</b>	<b>18,7x</b>	<b>15,1x</b>	<b>12,4x</b>	<b>45,5x</b>	<b>33,5x</b>	<b>26,3x</b>	<b>57,2x</b>	<b>40,9x</b>	<b>30,9x</b>
AstraZeneca	Великобритания	5,1x	4,7x	4,4x	15,1x	13,2x	12,2x	18,8x	16,4x	14,8x
Pfizer Inc.	США	3,6x	3,4x	3,4x	10,0x	9,2x	8,5x	11,1x	10,4x	9,7x
Merck & Co. Inc.	США	4,7x	4,4x	4,2x	10,8x	9,4x	8,7x	13,7x	11,1x	10,4x
Roche	Швейцария	4,1x	3,9x	3,8x	10,7x	9,9x	9,5x	14,6x	13,5x	12,7x
Novartis	Швейцария	5,1x	4,9x	4,8x	12,9x	11,9x	11,4x	15,5x	14,6x	14,1x
Bristol-Myers Squibb	США	3,2x	3,2x	3,4x	29,2x	8,4x	9,5x	69,9x	7,6x	8,5x
AbbVie	США	7,2x	6,8x	6,4x	15,6x	13,9x	12,9x	17,8x	16,0x	14,4x
Johnson & Johnson	США	4,6x	4,4x	4,3x	13,0x	12,2x	11,5x	16,1x	15,1x	14,3x
<b>Медиана</b>		<b>4,9x</b>	<b>4,6x</b>	<b>4,4x</b>	<b>14,1x</b>	<b>12,1x</b>	<b>11,5x</b>	<b>17,0x</b>	<b>14,9x</b>	<b>14,2x</b>
<b>Медиана – традиционные</b>		<b>4,7x</b>	<b>4,4x</b>	<b>4,3x</b>	<b>13,0x</b>	<b>10,9x</b>	<b>10,5x</b>	<b>15,8x</b>	<b>14,1x</b>	<b>13,4x</b>
<b>Медиана – инновационные</b>		<b>15,7x</b>	<b>12,8x</b>	<b>10,7x</b>	<b>35,5x</b>	<b>27,1x</b>	<b>22,0x</b>	<b>46,6x</b>	<b>34,9x</b>	<b>27,7x</b>

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

### Рыночные мультипликаторы международных публичных технологических компаний

КОМПАНИЯ	СТРАНА	EV/ВЫРУЧКА			EV/ЕБИТДА			P/E		
		2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П
Apple	США	8,5x	7,9x	7,4x	24,7x	22,7x	20,9x	33,5x	30,8x	28,5x
Microsoft	США	11,1x	9,7x	8,5x	21,1x	18,1x	15,6x	31,7x	27,2x	23,4x
Alphabet	США	5,5x	4,9x	4,5x	13,0x	11,4x	10,0x	21,1x	18,9x	16,8x
Meta Platforms	США	9,1x	8,0x	7,0x	15,3x	13,2x	11,3x	27,0x	23,8x	20,7x
IBM	США	4,1x	3,9x	3,7x	16,6x	16,0x	14,9x	22,7x	21,5x	20,3x
Cisco	США	4,1x	3,9x	3,8x	11,1x	10,5x	10,3x	15,2x	14,2x	13,5x
Oracle	США	9,6x	8,6x	7,4x	19,1x	16,4x	14,1x	27,2x	23,7x	19,9x
SAP	Германия	6,9x	6,2x	5,6x	25,9x	20,4x	17,6x	46,5x	34,6x	29,0x
Salesforce	США	7,1x	6,5x	6,0x	18,9x	17,1x	15,3x	27,9x	25,2x	22,4x
Adobe	США	10,1x	9,1x	8,2x	20,1x	18,2x	16,5x	26,5x	24,1x	21,6x
<b>Медиана</b>		<b>7,8x</b>	<b>7,2x</b>	<b>6,5x</b>	<b>19,0x</b>	<b>16,8x</b>	<b>15,1x</b>	<b>27,1x</b>	<b>24,0x</b>	<b>21,2x</b>

Источник: Finbox, оценки Газпромбанка

Мы считаем, что самыми релевантными аналогами для Промомед, благодаря формированию значительной части стоимости бизнеса за счет инновационного портфеля, являются Novo Nordisk и Eli Lilly and Company. Тем не менее для более наглядной демонстрации формирования стоимости мы рассчитали мультипликаторы «EV/Выручка» и «EV/EBITDA» в разрезе портфелей Промомед на основании расчетной справедливой стоимости, полученной методом ДДП.

По нашим оценкам, вмененные мультипликаторы базового портфеля (EV/Выручка '25П = 2,5x, EV/EBITDA '25П = 6,8x) близки к показателям традиционных отраслей экономики и предполагают дисконт к глобальным традиционным фармацевтическим компаниям в размере 35–40%.

На наш взгляд, оценка инновационного портфеля по методу мультипликаторов нерелевантна, поскольку выход на рынок значительного числа инновационных препаратов находится за горизонтом, охватываемым данным методом. Тем не менее мультипликаторы '26П (6,2x EV/Выручка '26П, 10,8x EV/EBITDA '26П) предполагают дисконт к инновационным фармацевтическим компаниям в размере 50–60%.

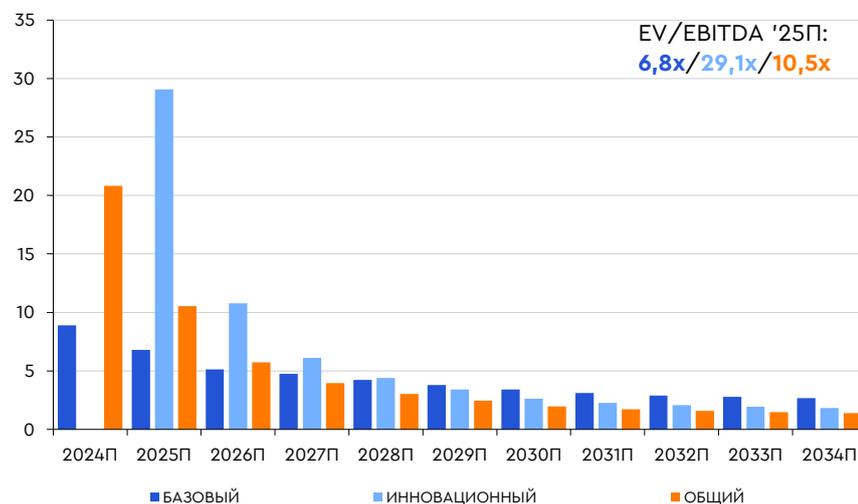
При этом вмененный мультипликатор инновационного портфеля стремительно снижается по мере выхода новых препаратов на рынок. По нашим оценкам, мультипликатор «EV/EBITDA» инновационного портфеля становится ниже, чем у базового, в 2029 г., после выхода основной части препаратов на рынок. Таким образом, консолидированные мультипликаторы '24-25П не учитывают выхода на рынок значительного количества инновационных препаратов в 2025–2026 гг. и искажают долгосрочный потенциал роста компании.

Вмененные мультипликаторы ГК «Промомед» по справедливой стоимости в разрезе портфелей

	EV/ВЫРУЧКА			EV/EBITDA		
	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П
Базовый	3,1x	2,5x	2,0x	8,9x	6,8x	5,1x
Инновационный	-	15,5x	6,2x	-	29,1x	10,8x
<b>Общий</b>	<b>7,8x</b>	<b>4,4x</b>	<b>2,7x</b>	<b>20,8x</b>	<b>10,5x</b>	<b>5,7x</b>

Источник: оценки Газпромбанка

Прогнозная динамика вмененного мультипликатора EV/EBITDA в разрезе портфелей



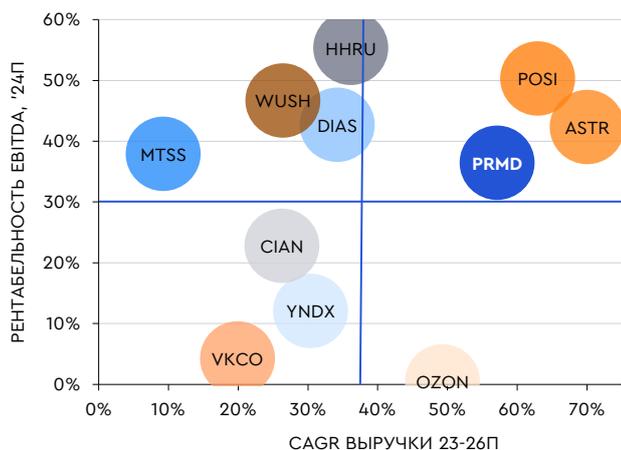
Источник: оценки Газпромбанка

## Позиционирование относительно российского технологического сектора

Мы сравнили прогнозные показатели роста выручки и рентабельности EBITDA ГК «Промомед» с публичными компаниями российского технологического сектора. С точки зрения ожидаемых темпов роста выручки и рентабельности EBITDA наиболее близкие к Промомед значения демонстрируют лидеры отрасли производителей ПО – Positive Technologies и ГК «Астра».

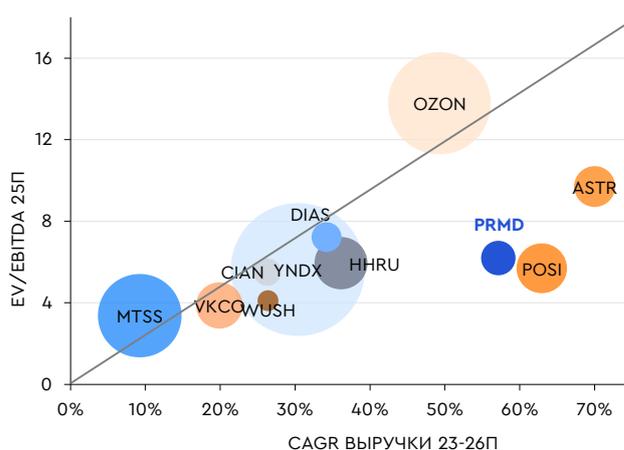
По мультипликатору EV/EBITDA '25П Промомед оценивается на уровне 6,2х, что соответствует медианному значению технологического сектора, при этом ожидаемый темп роста выручки заметно выше, чем в среднем по технологическому сектору.

Рост против рентабельности российских технологических компаний



Источник: Газпромбанк

Сравнительная стоимость российских технологических компаний



Источник: Газпромбанк

Рыночные мультипликаторы российских технологических компаний

	EV/EBITDA			P/E			ДИВ. ДОХОДНОСТЬ		
	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П	2024П	2025П	2026П
Яндекс	9,2х	5,6х	3,8х	23,9х	11,3х	6,6х	2%	5%	8%
Озон	-	13,8х	6,5х	-	-	25,7х	-	-	-
ВК	17,2х	3,9х	3,1х	-	-	-	-	-	-
HeadHunter	8,2х	5,9х	4,5х	9,4х	7,3х	5,5х	17%	8%	11%
Циан	7,9х	5,5х	4,0х	13,9х	9,6х	7,1х	-	20%	8%
МТС	3,7х	3,4х	3,1х	6,1х	5,9х	4,4х	17%	17%	17%
Positive Technologies	9,5х	5,7х	3,8х	10,5х	6,6х	4,4х	4%	6%	9%
Астра	16,5х	9,7х	5,3х	17,3х	10,8х	5,9х	1%	3%	4%
Диасофт	9,7х	7,2х	5,5х	11,1х	8,7х	6,5х	8%	11%	15%
<b>Медиана</b>	<b>9,4х</b>	<b>5,7х</b>	<b>4,0х</b>	<b>11,1х</b>	<b>8,7х</b>	<b>5,9х</b>	<b>6%</b>	<b>8%</b>	<b>9%</b>
<b>Промомед</b>	<b>12,3х</b>	<b>6,2х</b>	<b>3,4х</b>	<b>23,2х</b>	<b>10,3х</b>	<b>5,1х</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>	<b>1%</b>

Источник: Мосбиржа, Газпромбанк

## Исторические и прогнозные финансовые результаты

	2022	2023	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	2031П	2032П	CAGR 23-32П
<b>ОТЧЕТ О ПРИБЫЛИ И УБЫТКАХ</b>												
<b>ВЫРУЧКА</b>	<b>13 480</b>	<b>15 842</b>	<b>20 904</b>	<b>37 131</b>	<b>60 082</b>	<b>83 584</b>	<b>105 465</b>	<b>126 597</b>	<b>153 123</b>	<b>173 646</b>	<b>189 575</b>	<b>32%</b>
Себестоимость	-3 956	-5 808	-9 081	-15 658	-23 887	-32 753	-41 259	-49 674	-59 229	-67 555	-73 957	
Коммерческие и административные расходы	-4 158	-4 409	-6 262	-9 268	-12 396	-15 206	-17 189	-18 381	-19 313	-17 812	-16 411	
Прочие доходы/(расходы)	-17	-27	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Операционная прибыль</b>	<b>5 349</b>	<b>5 599</b>	<b>5 560</b>	<b>12 205</b>	<b>23 800</b>	<b>35 624</b>	<b>47 017</b>	<b>58 542</b>	<b>74 580</b>	<b>88 279</b>	<b>99 207</b>	<b>38%</b>
Финансовые доходы/(расходы) и прочие	-323	-1 012	-1 291	-1 878	-2 688	-3 292	-3 648	-3 643	-3 468	-3 420	-3 619	
<b>Прибыль до налогообложения</b>	<b>5 027</b>	<b>4 587</b>	<b>4 269</b>	<b>10 327</b>	<b>21 112</b>	<b>32 332</b>	<b>43 369</b>	<b>54 899</b>	<b>71 112</b>	<b>84 859</b>	<b>95 587</b>	<b>40%</b>
Налог на прибыль	-1 063	-1 478	-854	-2 665	-5 444	-8 249	-11 008	-13 890	-17 944	-21 380	-24 062	
<b>ЧИСТАЯ ПРИБЫЛЬ</b>	<b>3 964</b>	<b>3 109</b>	<b>3 415</b>	<b>7 662</b>	<b>15 668</b>	<b>24 084</b>	<b>32 361</b>	<b>41 009</b>	<b>53 169</b>	<b>63 479</b>	<b>71 525</b>	<b>42%</b>
<b>ЕБИТДА</b>	<b>5 827</b>	<b>6 281</b>	<b>7 779</b>	<b>15 388</b>	<b>28 273</b>	<b>41 069</b>	<b>53 583</b>	<b>66 086</b>	<b>82 780</b>	<b>94 439</b>	<b>103 175</b>	<b>36%</b>
Рентабельность	43,2%	39,7%	37,2%	41,4%	47,1%	49,1%	50,8%	52,2%	54,1%	54,4%	54,4%	
<b>БАЛАНС</b>												
Основные средства	9 852	13 054	12 703	12 987	13 853	13 465	12 797	10 875	8 773	6 580	4 349	
Нематериальные активы	3 584	4 627	5 741	6 822	8 008	9 414	10 820	11 875	12 320	12 382	12 382	
Прочие внеоборотные активы	1 633	1 562	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	1 464	
<b>Внеоборотные активы</b>	<b>15 069</b>	<b>19 243</b>	<b>19 908</b>	<b>21 273</b>	<b>23 324</b>	<b>24 342</b>	<b>25 081</b>	<b>24 213</b>	<b>22 557</b>	<b>20 425</b>	<b>18 195</b>	<b>-1%</b>
Запасы	5 462	5 280	11 517	20 662	28 430	38 883	45 911	56 176	63 162	72 952	79 102	
Дебиторская задолженность	3 250	9 633	7 366	10 751	12 702	16 662	20 389	24 085	28 631	34 140	39 187	
Прочие оборотные активы	5 466	5 323	11 517	20 662	28 430	38 883	45 911	56 176	63 162	72 952	79 102	
Денежные средства и эквиваленты	2 137	622	5 035	2 879	9 215	13 639	27 574	44 855	74 480	99 409	130 818	
<b>Оборотные активы</b>	<b>10 852</b>	<b>15 578</b>	<b>23 919</b>	<b>34 291</b>	<b>50 347</b>	<b>69 184</b>	<b>93 874</b>	<b>125 116</b>	<b>166 274</b>	<b>206 502</b>	<b>249 107</b>	<b>36%</b>
<b>АКТИВЫ</b>	<b>25 922</b>	<b>34 822</b>	<b>43 827</b>	<b>55 564</b>	<b>73 671</b>	<b>93 527</b>	<b>118 955</b>	<b>149 330</b>	<b>188 831</b>	<b>226 927</b>	<b>267 302</b>	<b>25%</b>
Акционерный капитал и резервы	200	200	6 200	6 200	6 200	6 200	6 200	6 200	6 200	6 200	6 200	
Нераспределенная прибыль/непокрытый убыток	10 178	12 805	13 801	17 937	32 298	49 062	71 021	98 375	133 527	169 550	207 060	
<b>КАПИТАЛ</b>	<b>10 378</b>	<b>13 005</b>	<b>20 001</b>	<b>24 137</b>	<b>38 498</b>	<b>55 262</b>	<b>77 221</b>	<b>104 575</b>	<b>139 727</b>	<b>175 750</b>	<b>213 260</b>	<b>36%</b>
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>6 872</b>	<b>15 952</b>	<b>15 952</b>	<b>20 952</b>	<b>20 952</b>	<b>20 952</b>	<b>20 952</b>	<b>20 952</b>	<b>20 952</b>	<b>20 952</b>	<b>20 952</b>	<b>3%</b>
Кредиторская задолженность	2 711	2 267	4 738	7 339	11 085	14 177	17 646	20 667	25 016	27 089	29 954	
Прочие краткосрочные обязательства	5 960	3 598	3 136	3 136	3 136	3 136	3 136	3 136	3 136	3 136	3 136	
<b>Краткосрочные обязательства</b>	<b>8 671</b>	<b>5 865</b>	<b>7 874</b>	<b>10 475</b>	<b>14 221</b>	<b>17 313</b>	<b>20 781</b>	<b>23 803</b>	<b>28 151</b>	<b>30 225</b>	<b>33 089</b>	<b>21%</b>
<b>ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>15 544</b>	<b>21 817</b>	<b>23 826</b>	<b>31 427</b>	<b>35 173</b>	<b>38 265</b>	<b>41 734</b>	<b>44 755</b>	<b>49 104</b>	<b>51 177</b>	<b>54 041</b>	<b>11%</b>
<b>КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>	<b>25 922</b>	<b>34 822</b>	<b>43 827</b>	<b>55 564</b>	<b>73 671</b>	<b>93 527</b>	<b>118 955</b>	<b>149 330</b>	<b>188 831</b>	<b>226 927</b>	<b>267 302</b>	<b>25%</b>
<b>ОТЧЕТ О ДВИЖЕНИИ ДС</b>												
Чистая прибыль	3 975	2 969	3 415	7 662	15 668	24 084	32 361	41 009	53 169	63 479	71 525	
Износ и амортизация	603	966	2 218	3 184	4 474	5 444	6 566	7 544	8 200	6 160	3 969	
Прочие неденежные корректировки	2 080	3 819	2 232	4 542	8 131	11 540	14 656	17 533	21 412	24 800	27 682	
Изменение оборотного капитала	-1 418	-7 043	-1 465	-9 928	-5 972	-11 321	-7 286	-10 940	-7 184	-13 225	-8 332	
Сальдо процентных и налоговых доходов/(расходов)	-2 278	-1 902	-2 145	-4 542	-8 131	-11 540	-14 656	-17 533	-21 412	-24 800	-27 682	
<b>Операционный денежный поток</b>	<b>2 962</b>	<b>-1 191</b>	<b>4 256</b>	<b>918</b>	<b>14 170</b>	<b>18 207</b>	<b>31 641</b>	<b>37 612</b>	<b>54 185</b>	<b>56 414</b>	<b>67 162</b>	
Создание и приобретение ОС	-4 631	-2 897	-815	-1 651	-2 474	-1 518	-1 518	-542	-542	-542	-542	
Создание и приобретение НМА	-2 014	-1 525	-4 934	-6 332	-4 551	-5 615	-4 898	-3 442	-1 642	-1 258	-1 199	
Прочая инвестиционная деятельность	87	-348	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Инвестиционный денежный поток</b>	<b>-6 558</b>	<b>-4 770</b>	<b>-5 750</b>	<b>-7 982</b>	<b>-7 025</b>	<b>-7 132</b>	<b>-6 416</b>	<b>-3 984</b>	<b>-2 183</b>	<b>-1 800</b>	<b>-1 741</b>	
<b>СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК</b>	<b>-3 684</b>	<b>-5 613</b>	<b>-1 494</b>	<b>-7 065</b>	<b>7 145</b>	<b>11 075</b>	<b>25 225</b>	<b>33 628</b>	<b>52 002</b>	<b>54 614</b>	<b>65 420</b>	
Дивиденды	-601	-174	0	0	-716	-6 559	-11 198	-16 256	-22 284	-29 593	-33 920	
<b>Финансовый денежный поток</b>	<b>5 470</b>	<b>4 448</b>	<b>5 908</b>	<b>4 908</b>	<b>-808</b>	<b>-6 651</b>	<b>-11 290</b>	<b>-16 348</b>	<b>-22 377</b>	<b>-29 685</b>	<b>-34 012</b>	
<b>Чистый денежный поток</b>	<b>1 873</b>	<b>-1 513</b>	<b>4 414</b>	<b>-2 157</b>	<b>6 337</b>	<b>4 424</b>	<b>13 935</b>	<b>17 281</b>	<b>29 625</b>	<b>24 929</b>	<b>31 409</b>	
Денежные средства и эквиваленты на начало периода	263	2 137	622	5 035	2 879	9 215	13 639	27 574	44 855	74 480	99 409	
<b>Денежные средства и эквиваленты на конец периода</b>	<b>2 137</b>	<b>622</b>	<b>5 035</b>	<b>2 879</b>	<b>9 215</b>	<b>13 639</b>	<b>27 574</b>	<b>44 855</b>	<b>74 480</b>	<b>99 409</b>	<b>130 818</b>	

Источник: данные компании, оценки Газпромбанка

**Департамент анализа рыночной конъюнктуры****+7 (495) 983 18 00****ПРОДАЖА ИНСТРУМЕНТОВ ФОНДОВОГО РЫНКА****+7 (495) 988 24 10****ПРОДАЖА ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ****+7 (495) 980 41 82****БРОКЕРСКОЕ ОБСЛУЖИВАНИЕ****+7 (800) 707 23 65****Copyright © 2003 – 2024. «Газпромбанк» (Акционерное общество). Все права защищены****Ограничение ответственности**

Настоящий документ подготовлен Департаментом анализа рыночной конъюнктуры «Газпромбанк» (Акционерное общество) (далее – «Газпромбанк» или «мы»). Если в настоящем документе присутствует обращение к «вам», то такое обращение адресовано к вам или вашей организации.

Данная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг», и финансовые инструменты либо сделки, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему финансовому положению, цели (целям) инвестирования, допустимому риску, и (или) ожидаемой доходности. Определение соответствия финансового инструмента либо сделки Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. Газпромбанк не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения сделок либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует Вам использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Данная информация является аналитической.

Настоящий документ содержит мнение аналитиков и не должен рассматриваться в качестве индивидуальной инвестиционной рекомендации. В настоящем документе не учитывается целесообразность инвестиций, порядка действий или сопутствующих рисков для адресата. Настоящий документ не может служить основанием для принятия инвестиционных решений и не учитывает конкретные инвестиционные цели, финансовое положение и индивидуальные потребности лица, которое может получить настоящий документ. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым. Любая информация и мнения, содержащиеся в настоящем документе, публикуются в качестве помощи адресатам, но не должны считаться неоспоримыми или заменять самостоятельное суждение адресата, могут быть изменены без предварительного уведомления и не могут служить единственным основанием для осуществления любой оценки рассматриваемых в настоящем документе инструментов. Инвесторам следует учитывать, что инвестирование средств в финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, подвержены риску изменения их стоимости в результате колебаний курса этой валюты по отношению к рублю.

Настоящий документ основан на информации, полученной из публичных источников, которые, по мнению аналитиков Газпромбанка, являются надежными, однако мы не осуществляем проверку их точности и полноты, и они не должны восприниматься таковыми. За исключением информации, непосредственно связанной с Газпромбанком, Газпромбанк не несет ответственности за точность или полноту любой информации, представленной в настоящем документе.

Мнение Газпромбанка может отличаться от мнения аналитиков. Все мнения и оценки приведены по состоянию на дату публикации настоящего документа и могут быть изменены без предварительного уведомления. Все представленные в настоящем документе мнения являются личным мнением аналитиков в отношении событий и ситуаций, описанных и проанализированных в настоящем документе, и могут отличаться от или противоречить мнениям, выраженным иными подразделениями Газпромбанка вследствие использования ими иных подходов или предположений.

Настоящий документ может содержать прогнозы, предположения и/или целевые цены, которые представляют собой текущую оценку автора по состоянию на дату публикации настоящего документа.

Газпромбанк не обязан обновлять или изменять настоящий документ или в иных случаях уведомлять кого-либо о таких изменениях. Указанные в настоящем документе финансовые инструменты могут быть неподходящими инструментами инвестирования для инвесторов определенных категорий. Настоящий документ может содержать информацию о финансовых инструментах, недоступных для покупки или продажи лицами, не являющимися квалифицированными инвесторами в соответствии с Федеральным законом от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Газпромбанк и/или его работники и/или аффилированные лица Газпромбанка могут иметь открытые позиции или заключать сделки, в том числе с финансовыми инструментами, а также выступать маркет-мейкером, агентом-организатором, андеррайтером, консультантом или кредитором эмитента финансовых инструментов, упомянутых в настоящем документе.

Ни Газпромбанк, ни аналитики не несут ответственность за какие-либо убытки, ущерб или расходы, возникшие прямо или косвенно (включая, но не ограничиваясь, специальные, случайные, сопутствующие, штрафные убытки или любые убытки, ущерб или расходы возникшие в результате в числе прочего любых искажений, ошибок, неполноты, упущений, заблуждений или неточностей, содержащихся в настоящем документе или любых сопутствующих услугах, или возникших в результате недоступности настоящего документа или любой его части или связанных с ним услуг) вследствие использования любой информации, содержащейся в настоящем документе или на веб-сайте Газпромбанка.

Любая информация, содержащаяся в настоящем документе или в приложениях к настоящему документу, представляется исключительно в информационных целях и не может толковаться как предложение или склонение к покупке или продаже финансовых инструментов, как оферта или реклама, если иное прямо не указано в настоящем документе или приложениях к нему. Предыдущие результаты не являются гарантией будущих результатов. Оценки будущих результатов основаны на предположениях, которые могут не осуществиться.

В целях выявления конфликтов интересов, предотвращения возникновения и реализации конфликтов интересов, а также управления ими Газпромбанк принимает все разумные меры.

Подробная информация о конфликтах интересов, меры по выявлению и контролю конфликтов интересов, а также предотвращению их последствий установлены в «Правилах управления конфликтом интересов при осуществлении Банком ГПБ (АО) профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг», которые размещены на официальном сайте Банка в сети Интернет.

Настоящий документ не был раскрыт эмитенту и не был впоследствии изменен.

Более подробную информацию о финансовых инструментах, указанных в настоящем документе, можно получить в Газпромбанке по запросу.

Повторное распространение или воспроизведение полностью или частично настоящего документа запрещено без предварительного письменного разрешения Газпромбанка.