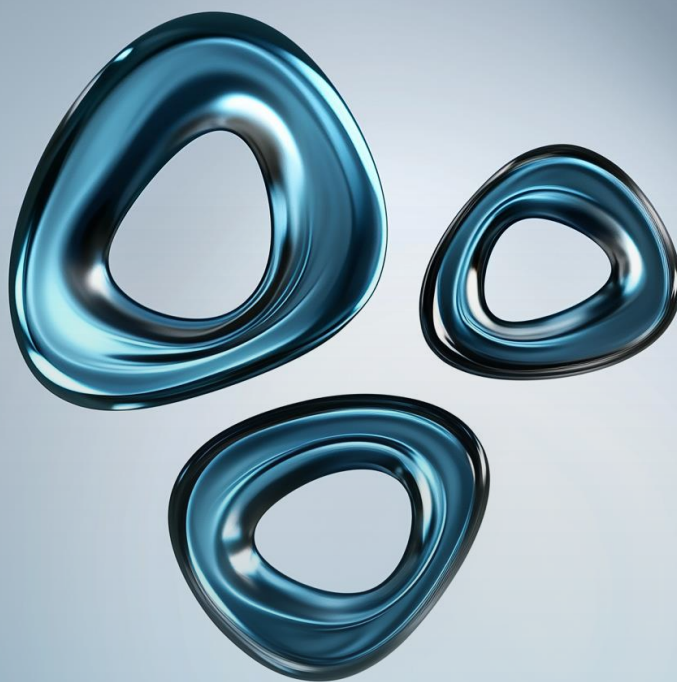




ОЗОН ФАРМАЦЕВТИКА

Темная лошадка или уже в желтой майке лидера?

Содержание

01	Резюме	
	Рекомендация	4
	Компания прямо сейчас	5
	Инвестиционная привлекательность	6
	Риски бизнес модели и риски для котировки	7
02	Рынок	
	Основные понятия фармацевтического рынка	9
	Сегменты рынка в РФ	10
	Биофармацевтика	11
	Клинические испытания	12
	Положение компании на рынке	13
03	Компания детально	
	Дженерики, как бизнес модель	15
	Как дела после IPO / SPO	18
	Производственные активы	20
	Биофармацевтика в деталях	22
	Финансовые показатели, детально	28
03	Оценка	35
04	Глоссарий	42

Резюме

01

Низкие риски сегодня, рывок вверх за счет биофармацевтики завтра

OZPH

Покупать

Тикер

OZPH

Название

ПАО ОЗОН
Фармацевтика

Стоимость акции, руб.

50

Кол-во акций, млрд шт.

1,17

Капитализация, млрд руб.

59

Рекомендация

Покупать

>

Российский производитель фармацевтической продукции, обладающий крупнейшим в РФ портфелем регистрационных удостоверений.

Основные сегменты бизнеса:

- химическая фармацевтика;
- в т.ч. высокотоксичные препараты для лечения онкологии;
- биофармацевтика.

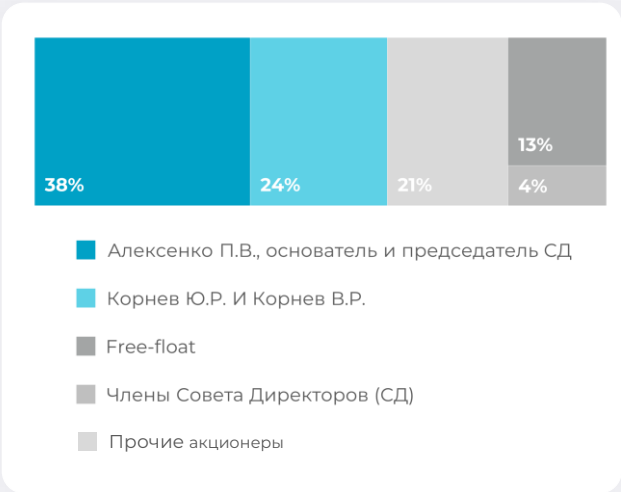
Динамика котировок



Ключевые показатели

Рыночные индикаторы	2025о	2026о	2027о
P/E	10.7x	8.1x	5.0x
EV/EBITDA	6.0x	4.7x	3.6x
Финансы, млрд руб.			
Выручка	32.3	37.3	45.3
EBITDA	11.5	14.3	19.0
Чистая прибыль	5.5	7.3	11.8
FCF	1.6	1.9	3.8
Рентабельность, %			
EBITDA	35%	38%	42%
Чистой прибыли	17%	19%	26%
FCF	18%	19%	20%
Доходность инвестора			
Дивиденды, руб. / акция	1.2	1.6	3.2
Див. доходность, %	2%	3%	6%
Балансовые метрики			
Чистый долг, млрд руб.	10.2	9.0	8.8
ЧД / EBITDA	0.9x	0.6x	0.5x

Структура акционеров



*Здесь и далее при появлении специфических терминов – см. глоссарий.
Источник: данные Мосбиржи, расчеты Совкомбанк.

Как это выглядит прямо сейчас?



Расходы

>65 %
АФС¹

18-20 %
ФОТ¹

Валовая рентабельность

<47 % **>50 %**
2023-24 гг. 2028 г.

Почему?
Импорт из Индии и Китая, валютный риск хеджируется валютным депозитом

EBITDA

Рентабельность

>35 % **>42 %**
2022-25 гг. 2027-28 гг.

Почему?
За счет запуска новых препаратов с высокой добавленной стоимостью (на новых производственных площадках компании).

Чистая прибыль

Рентабельность

<22 % **>30 %**
До 2025 г. После 2028 г.

Почему?

- Расширение рентабельности EBITDA (см. выше)
- Ожидаемое снижение ключевой ставки = снижение стоимости обслуживания долга и стоимости факторинга
- Льготное налогообложение в ОЭЗ Тольятти²

1. От себестоимости продаж.
2. Производство на новых площадках будет осуществляться в рамках особой экономической зоны – т.е. прибыль предприятий будет облагаться по льготной ставке (от 2 до 15.5%).
Источник: Расчеты Совкомбанк.

Инвестиционная привлекательность

> Широкий портфель = охват рынка

Наличие крупнейшего в стране портфеля регистрационных удостоверений (РУ) даёт компании значительную гибкость — она может оперативно адаптироваться к изменениям рыночного спроса и эффективно монетизировать интерес к наиболее востребованным молекулам в текущий момент

556 шт.

Кол-во РУ

№1по объёму продаж в РФ¹**30**

РУ онкологических препаратов

> Компания роста + дивиденды

Запуск новых направлений (биосимиляры и высокотоксичные ЛП) формирует более 15% выручки в 2029 году — дополнительный апсайд по прибыли и дивидендам.

Даже с учётом капиталоемкой фазы до запуска новых препаратов и производственных площадок ожидаем стабильные дивиденды

2-3 %

Див. доходности в 25-26 гг.

**2027** год **1-3**

Старт

препарата в 27-28 гг.

**6-8** %

Див. доходности в 27-28 гг.

> Инфраструктура, система продаж + контроль рисков

Более 20 лет опыта работы с топ-5 дистрибуторами в РФ и с региональными дистрибуторами для доступа к рынку региональных гос. закупок.

Контроль качества — 0% отзывов препаратов со стороны регулятора.

Эффективность в производстве и продажах = стабильные и прогнозируемые показатели как по доходной, так и по расходной части бизнеса.

> 80 %

аптечных точек с прямыми маркетинговыми договорами

> 120 млн

упаковок (потенциал хранения)

1. Объем продаж небрендированных дженериков среди локальных производителей.

Источник: Компания, DSM Group.

Риски

➤ Риски бизнес модели

- Рост конкуренции и снижение рентабельности продаж в рамках препаратов химической фармацевтики
- Кредитные риски контрагентов – списание ДЗ = эффект на прибыль
- Снижение доходности от инвестиций в премиальные направления и недостижения целевых показателей по выручке, объемам продаж и рентабельности — на фоне роста конкуренции со стороны других в т.ч. отечественных производителей

подробнее о портфеле препаратов — см. стр. 23-25

➤ Риски для котировки

Факторы, которые могут негативно повлиять на динамику котировок на горизонте 12 месяцев. Реализация упомянутых рисков кардинально не меняет взгляд на качество бизнеса эмитента, однако реакция рынка может оказать давление на цену акции.

 Большие риски  Меньшие риски

Прогноз выручки

- Снижение прогнозных темпов роста, на 2026 (гайденс компании менее 15%, в сравнении с 25% в 2025)
- Когда: весна 2026

Статус по КИ

- Задержки с получением одобрения на новые препараты (биосимиляры), сдвиг вправо перехода препаратов с КИ I на КИ III
- Когда: 2026

Динамика рынка

- Снижение темпов роста рынка, снижение динамики компании в т.ч. за счет высокой базы
- Когда: 1-3кв26

Финансовые показатели

- Избыточный рост оборотного капитала = возможный рост долга, снижение рентабельности и/или слабая динамика г/г
- Когда: даты публикации отчетности

Макроэкономика

- Изменение прогнозов по ДКП на 2026, ухудшение показателей в экономике – слабая динамика на фоне слабого рынка
- Когда: 4кв25-2кв26

Казначейский пакет

- Неравномерные продажи акций в рынок (маловероятно)
- Когда: 2026

Взгляд на рынок

02

Фармацевтический рынок



Химическая фармацевтика

Раздел фармацевтической отрасли, занимающийся разработкой и производством лекарственных средств на основе низкомолекулярных химических соединений, синтезируемых в лабораторных условиях.



Биофармацевтика

Раздел фармацевтической отрасли, ориентированный на создание препаратов с использованием живых биологических систем (клеток, микроорганизмов), белков и нуклеиновых кислот (например, моноклональных антител).



Регистрационное удостоверение (для РФ)

Официальный документ, выдаваемый Минздравом России, который подтверждает право обращения лекарственного препарата на рынке РФ и удостоверяет его безопасность, качество и эффективность.



Что важно знать, прежде чем мы продолжим



Клинические испытания

обязательный этап разработки лекарственного препарата, представляющий собой систематическое изучение его безопасности и эффективности на людях (добровольцах или пациентах) в контролируемых условиях.



Биоэквивалентность

Характеристика, подтверждающая, что дженерический препарат имеет сопоставимую с оригиналом скорость и степень всасывания активного вещества в кровь, что является основным доказательством его терапевтической эквивалентности.



Дженерики

Воспроизведенные версии оригинального препарата, выпускаемые после истечения срока патентной защиты действующего вещества. Содержат то же самое активное вещество в эквивалентной дозировке и форме, что и оригинал.



Оригинальные препараты

Первые в своем классе лекарственные средства, содержащие новое действующее вещество, разработанные и выведенные на рынок компанией после доклинических и клинических исследований.

Фармацевтический рынок

Структура рынка: Рынок РФ состоит из двух основных сегментов: розничного и государственного.



Розничный сектор включает аптечные продажи лекарственных препаратов и парафармацевтики (оценка на основе данных ОФД — операторов фискальных данных, аналитика Alpha RM).

По итогам 9M25 Озон Фармацевтика поднялась с 10-го на 6-е место среди всех компаний на российском рынке — лучший рост среди топ-10 в годовом выражении, доля компании 2.8% (1 место 3.51% - высокая фрагментация рынка)

Государственный сектор включает реализацию ЛП через лечебно-профилактические и аптечные учреждения, в том числе в рамках программ ОНЛС (обеспечение необходимыми лекарственными средствами).

Данные — по тендерным закупкам

Среди топ-5 компаний — 4 иностранные. Рынок менее фрагментирован, чем розничный сегмент. «Озон Фармацевтика» на данный момент не входит в топ-10.

Фармацевтический рынок

Рынок биофармацевтики в РФ

2x

рост с 2024 по 2030

с 44% до 60%

Биосимиляры

За счет чего?

- Истечение срока патентной защиты (см. ниже).
- Завершение клинических исследований по уже ранее запущенным препаратам.
- Рост государственных закупок, в том числе на препараты для борьбы с онкологией.



Источник: DSM Group.

Что еще важно?

Поддержка со стороны государства — импортозамещение.

Механизм даёт преимущество производителям препаратов, которые производятся по полному циклу на территории России. То есть, если будет подана хотя бы одна заявка с таким препаратом, заказчик обязан отклонить все остальные заявки. **Применимо для ОЗРН.**

Государственная поддержка:

ФАРМА 2030 — продолжение программы ФАРМА 2020 (5-кратный рост производства препаратов в РФ: с 127 млрд руб. в 2012 году до 608 млрд руб. в 2022 году).

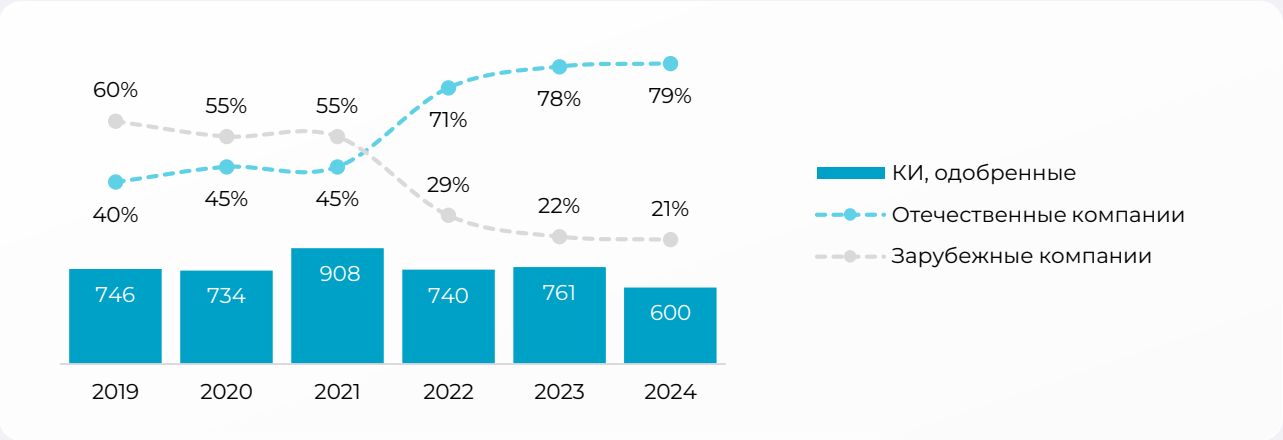
Постепенный рост расходов на здравоохранение.

4 % от ВВП
РФ



10 % от ВВП
США и Европа

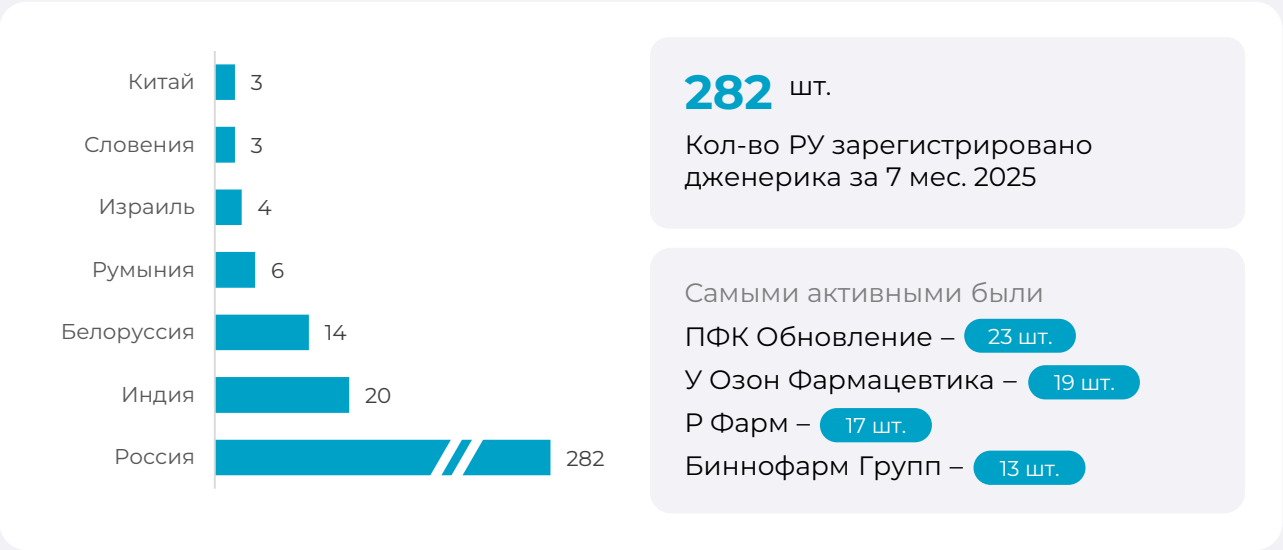
Клинические испытания



С 2022 происходит постепенная трансформация рынка и все большую роль в развитии отрасли играют ответственные компании.



Источник: ГРЛС, данные ФВ

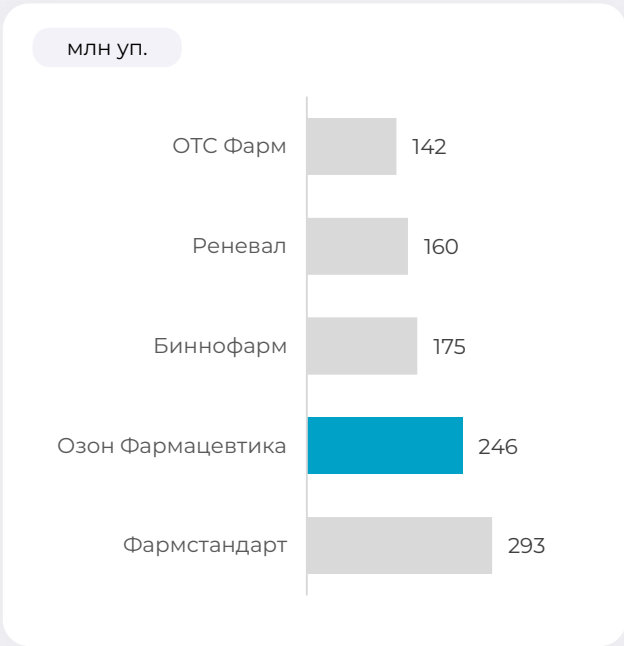
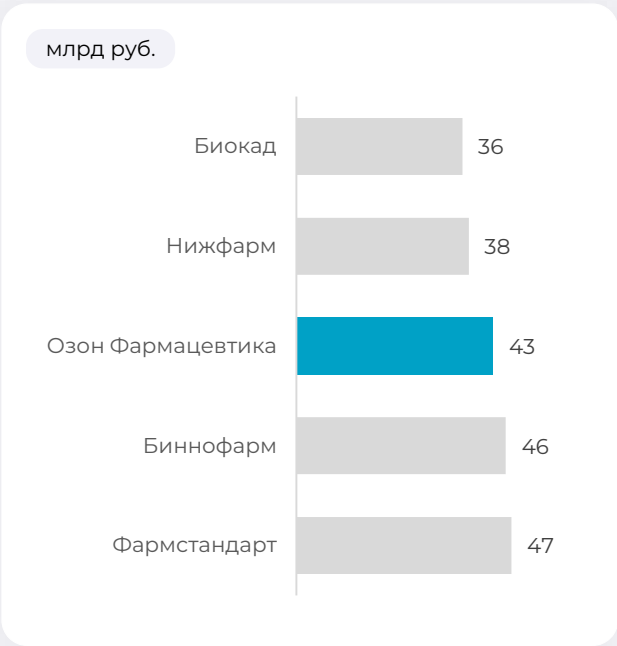


Источник: ГРЛС, данные ФВ, данные реестра КИ.

Положение компании на рынке

ОЗОН Фармацевтика — лидер рынка дженериков в РФ. Занимает 3-е место в денежном выражении и 2-е место в натуральном выражении. 1-е место по небрендированным дженерикам и 3-е место по рецептурным дженерикам.

Объем продаж, 2024



Небрендированные дженерики, 2024



Рецептурные препараты (дженерики), 2024



О компании, детально

03

Бизнес модель

Производственные активы и продукция

Активы

- Площадка в г. Жигулевске и в г. Тольятти (в ОЭЗ ППТ) — возможность производить более 2 тыс. SKU, более 500 регистрационных удостоверений (РУ)
- Производственные мощности: более 600 млн упаковок в год
- +2 перспективные площадки (см. далее)

100% Дженерики, топ – 1 в РФ

83 % МНН

Фокус на более доступной ценовой категории (за счет отсутствия переплаты за бренд)

75 % рецептурных

Стабильные продажи в меньшей степени подверженные сезонности. Доверие врачей и пациентов.

4 % топ 1 продукт

Низкая концентрация = меньшие риски давления на показатели в случае снижения продаж отдельного препарата.

Реализация

Омниканальная система продаж

Сотрудничество более с топ 5 дистрибьюторами из РФ; прямое участие в тендерах по гос. закупкам.



Розничный сектор

70 % + **3** %
офлайн онлайн



Государственный сектор

27 %
госзакупки

Развитие

Биотехнологии и онкопрепараты

Развитие новых направлений в т.ч. высокотоксичных онкологических препаратов на площадке ОЗОН Медика и биотехнологического направления на площадке Мабскейл¹

>50 препаратов
ОЗОН Медика

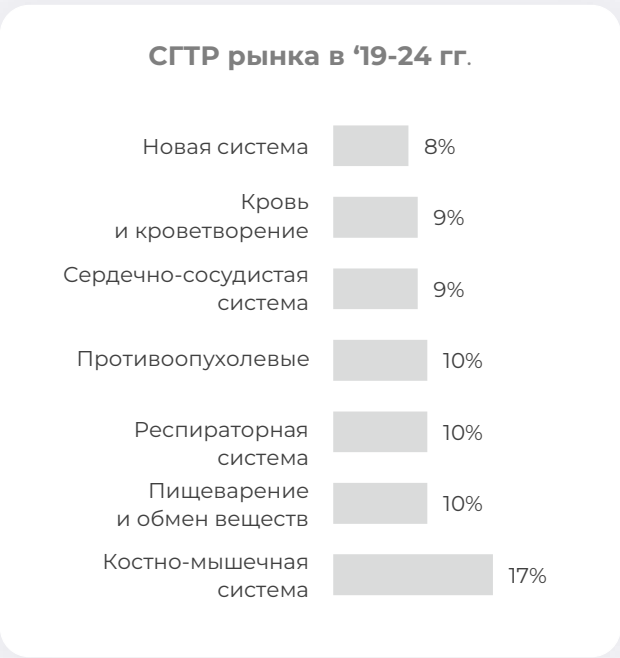
>25 препаратов
Биосимиляров

Дженерики, как основа бизнес модели

Портфель компании



Будем расти дальше?



При сохранении текущего уровня операционной эффективности — как в рамках производства, так и продаж — крупнейший портфель РУ позволит успешно и быстро адаптироваться к рыночному спросу и оставаться, как минимум, на уровне рынка или выше по темпам роста выручки в отдельных нозологических группах.

Дженерики, как основа бизнес модели

Отдельные препараты - лидеры в разных нозологических группах



Зарубежная
фармацевтика



Дженерики
от OZPH



Костно-мышечная система



Мелоксикам



Диклофенак



Нимесулид

Сердечно-сосудистая система



Аторвастатин



Бисопорол



Лозартан

Нервная система



Бетагистин



Фенибут



Цитиколин

Пищеварительная система



Лоперамид



Висмута
трикалия
дицитрат



Метформин

Противомикробные препараты



Флуконазол



Тилирон



Умифеновир

Источник: данные Компании на основе данных доли молекулы в натуральном выражении (в упаковках). Более одного места для действующего вещества – подразумевается разные формы выпуска (гели, мази, таблетки и пр.).

А как прошло IPO и SPO? 1/2

IPO и SPO

IPO

- 17 октября 2024 компания вышла на IPO под тикером OZPH
- IPO прошло в формате cash-in (на цели развития новых направлений)
- Прошло с многократным превышением спроса со стороны инвесторов
- Более 12 млн акций выкуплено во время действия периода стабилизации

Оценки на уровне
>9x EV / EBITDA

IPO прошло по оценке
<5x EV / EBITDA

IPO прошло по цене 35 руб. за акцию т.е. с дисконтом более 40% к справедливой стоимости по ср. оценкам банков, аналитических команд.

SPO

- 20 июня было проведено SPO и размещено 65.9 млн акций по 42 руб.
- 9 октября завершена доп. эмиссия в рамках процедуры SPO
- SPO прошло в формате cash-in.
- Общее кол-во акций по итогам SPO достигло 1 168 млн шт.



Ликвидность:

Менее **8** % **»** **13** % Free float

- Рост ликвидности = позитив для инвестиционного кейса клиента, возможности для институционалов заходить в эмитента

Привлечено с рынка:

IPO **3,45** млрд руб. + SPO **2,9** млрд руб.

63 %

Институциональные инвесторы

Подчеркивает высокое качество инвестиционного кейса эмитента

А как прошло IPO и SPO? 2/2

Дополнительные факторы

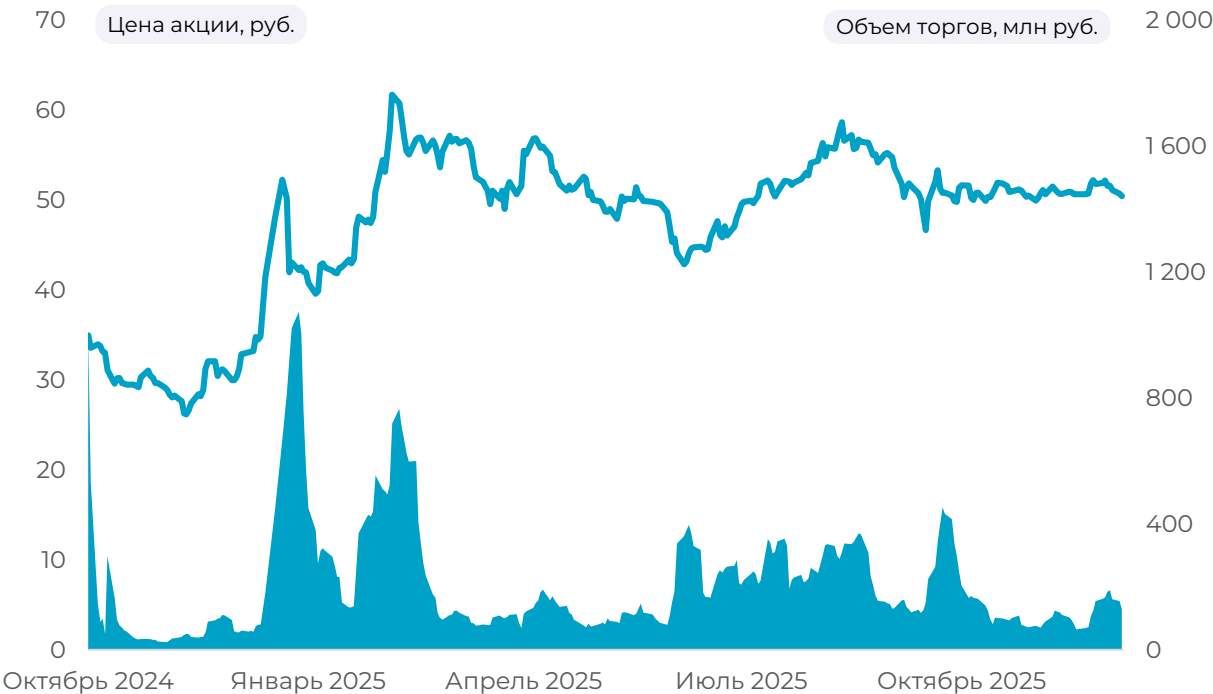
> **Внесение в котировальные списки и индексы:**

- **Первый котировальный список МосБиржи:**
открытие акций эмитента к более широкому кругу институциональных инвесторов и управляющих
- **Рынок Инноваций и Инвестиций Московской Биржи:**
позволяет розничным инвесторам воспользоваться налоговой льготой — освобождением от НДФЛ при владении акциями более одного года (налогообложению не будут подлежать доходы до 50 млн руб., с доходов свыше этой суммы нужно будет уплатить налог).
- **Индекс МосБиржи IPO, Индекс потребительского сектора.**

ADTV¹:

91 млн руб. >> 152 млн руб.

Рост ликвидности = рост возможностей участия в капитале компании со стороны институциональных инвесторов.



1. ADTV в течение первых 2 мес. с начала торгов, 3 мес. ADTV сентябре-декабре 2025.
Источник: данные Мосбиржи, расчеты Совкомбанк.

Текущие производственные активы

Производственная площадка

Озон

Первая производственная площадка, запущенная в 2003 году в г. Жигулевск. Ориентация на широкий спектр лекарственных форм.



378 млн упаковок
Мощность

77 %
Загрузка в 2024

698 SKU +25% г/г

Озон Фарм

2-ая производственная площадка, расположенная в особой экономической зоне Тольятти, запущена в 2017 году.



284 млн упаковок
Мощность

76 %
Загрузка в 2024

174 SKU +25% г/г

Целевая аудитория

Широчайший спектр РУ в рамках химической фармацевтики, реализация через дистрибьютеров (+аптечные сети и гос. закупки)

Какие препараты?

Широкий спектр препаратов, более 2 тыс. SKU

Нужны ли существенные инвестиции?

По большей части – нет. Поддерживающие капитальные затраты + расходы на регистрацию новых РУ.

Высокотоксичные препараты

Производственная площадка

Озон Медика

Площадка в стадии строительства, специализирующаяся на разработке противоопухолевых препаратов и иммуномодуляторов с максимальной категорией токсичности.



9 млн упаковок в год
Производственная мощность

30 РУ
уже сейчас и более

80 РУ
среднесрочной перспективе

Текущий статус

Готовы ли производить?

В 2025 году компания планирует завершить строительные и отделочные работы, а также выполнить монтаж и пусконаладочные работы технологического оборудования.

Процесс лицензирования предполагается завершить во второй половине 2026 года, после чего последует коммерческий запуск производства в 2027 году.

Какие препараты?

Высокотоксичные лекарственные средства, применяемые в лечении онкологических и аутоиммунных заболеваний.

Особая сложность таких препаратов обусловлена их потенциальной опасностью для персонала и окружающей среды, что требует наличия специализированной производственной инфраструктуры — включая изолированные зоны, системы герметизации и строгий контроль выбросов. Это создаёт высокий барьер для входа новых игроков.

Биофармацевтика 1/6

Производственная площадка

Мабскейл

Действующая биотехнологическая производственная площадка с фокусом на разработке и производстве препаратов-биосимиляров на основе моноклональных антител и других рекомбинатных белков.

1 млн
флаконов под лиофилизаты

5 млн
преднаполненных шприцов

4 млн
флаконов под
стерильные растворы



Текущий статус

Целевая аудитория

100% препаратов может быть реализовано через тендерные процедуры в адрес гос. сектора.

Какие препараты?

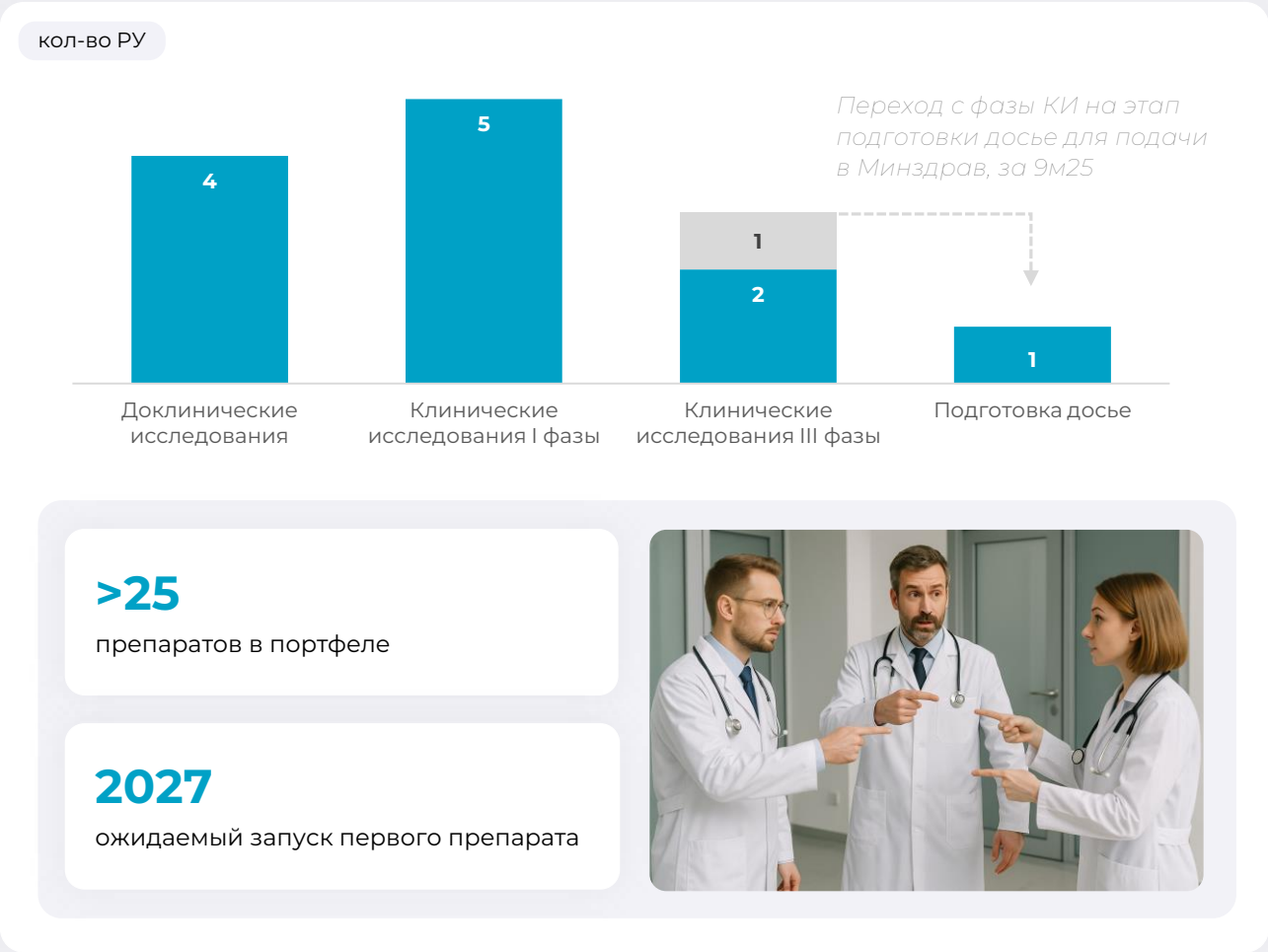
Препараты связанные с таргетной терапией опухолей, терапия аутоиммунных заболеваний, лечение сердечно-сосудистых паталогий.

Готовы ли производить?

Площадка готова производить и коммерциализировать разработанные препараты (уже у двух препаратов завершилась III фаза клинических испытаний). Ожидается старт отгрузок уже в 2027 году. Не исключаем, что компания озвучит уточнённые ожидания по выручке от направления в течение 2026 года.

Биофармацевтика 2/6

Клинические исследования



Стоимость испытаний, риски

7 лет
Срок исследований и регистрации

>1 млрд руб.
Требуемые инвестиции до коммерческих продаж

➤ А почему так?

Препараты на III фазе клинических исследований требуют вовлечения большой группы пациентов, закупки оригинальных лекарственных препаратов, а также оплаты сопутствующих исследований в рамках пула пациентов. Существенной (более 50%) части расходов можно избежать в случае остановки разработки на фазе I или на фазе доклинических исследований.

Биофармацевтика 3/6

Какие препараты выходят?

➤ Трастузумаб

Один из самых покупаемых госзаказчиками препаратов для лечения рака молочной железы.



Статус: Препарат уже на этапе подготовки досье



Что за препарат? Противоопухолевое средство



Показания: Рак молочной железы (РМЖ) с опухолевой гиперэкспрессией HER2 – в виде монотерапии или в составе комбинированной терапии



Кто рядом?

- Конкурент 2: на КИ II
- Конкурент 3: на КИ II



Где сейчас?

- Окончание III фазы клинических исследований в августе 2025.
- Подготовка досье + направление в МинЗдрав.
- Целевой выход на полку в 2027 году



Кто впереди?

- Конкурент 1: коммерческие продажи
- Иностранные производители

Оценка рынка и спроса

>7,4 млрд руб.
Рынок

>10 тыс. человек
В РФ (с HER2)

Биофармацевтика 4/6

Какие препараты выходят?

 Адалимуаб

Известен под брендом Хумира, с 2015 по 2024 в топ-10 самых продаваемых лекарств в мире, с годовой выручкой в среднем 18 млрд долл.



Статус: Препарат уже на этапе подготовки досье



Что за препарат? Современный генно-инженерный препарат, который подавляет аутоиммунное воспаление



Показания: Используется в т.ч. для лечения ревматоидного артрита, болезни Крона



Кто рядом?

- Конкурент 1: на КИ II
- Конкурент 2: на КИ II



Где сейчас?

- Окончание III фазы клинических исследований в августе 2025.
- Подготовка досье + направление в МинЗдрав.
- Целевой выход на полку в 2027 году



Кто впереди?

- 2 конкурента – локальные производители
- Иностранные производители

Оценка рынка и спроса

от **26** тыс. руб.
за упаковку в 2024

3,4 млрд руб.
размер рынка в 2024

>0,6 млн граждан
РФ

Биофармацевтика 5/6

Другие препараты

Несколько препаратов сейчас находятся на этапе КИ I – завершены или в процессе проведения. Предполагаем, что сейчас менеджменту предстоит решить какие (или все) препараты будут переведены на КИ III.

- завершено
- проводится
- на рынке
- высокая конкуренция
- низкая конкуренция

Этанерцепт Конкурент 1: КИ 3 ОЗРН: КИ 1 Конкурент 2: КИ 1 Фармакологическое применение: Предназначен для лечения хронических воспалительных заболеваний, таких как ревматоидный артрит, псориатический артрит Комментарий: 35% рост в натуральном выражении в 2024, 15% за 9м25	★
Пертузумаб Конкурент 1 ОЗРН: КИ 1 Конкурент 2: КИ 1 Фармакологическое применение: Используется в комбинации с другими препаратами для лечения метастатического рака молочной железы, а также на ранних стадиях этого заболевания до проведения операции для сокращения размеров опухоли. Комментарий: Рынок препарата 13.2 млрд руб. / 1.5 млн руб. на пациента в год.	★★
Деносумаб Конкурент 1 ОЗРН: КИ 1 Конкурент 2: КИ 1 Конкурент 3: КИ 1 Фармакологическое применение: Для лечения остеопороза, а также для предотвращения костных осложнений (патологических переломов) при метастазах солидных опухолей в кости. Комментарий: Встречается у 30% граждан РФ старше 50 лет.	★★★

Биофармацевтика 6/6

Дополнительные факты

>1,5 лет

Закладывается на КИ I



>450 дней

Может происходить от даты начала КИ I до даты начала КИ III (не всегда идут друг за другом)



>2 лет

Закладывается на КИ III, более 60% затрат может быть понесено на данном этапе.



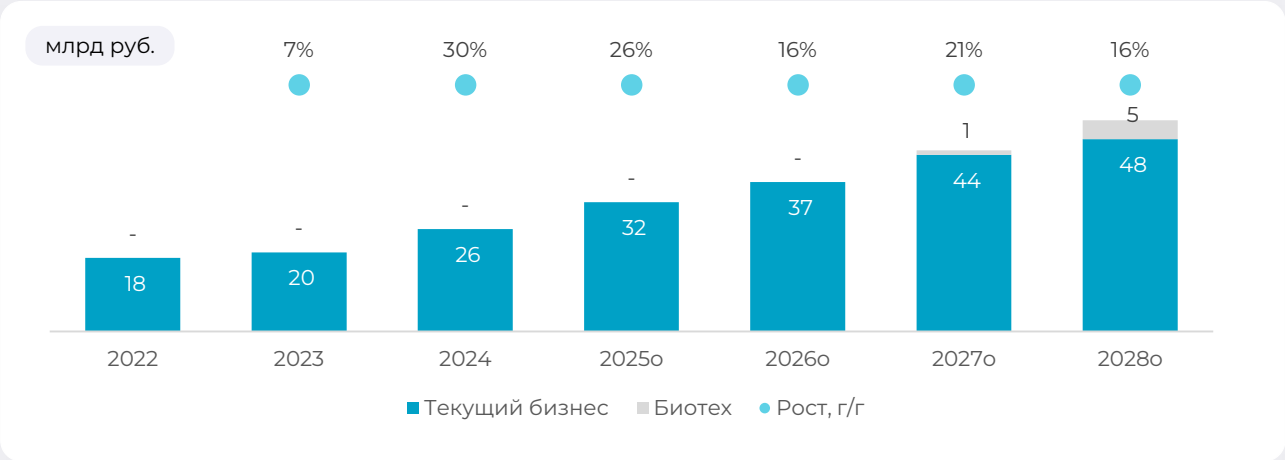
Решение менеджмента

Если становится очевидно, что потенциальный рынок препарата будет значительно меньше прогнозного, а его коммерческий запуск не позволит окупить затраты на разработку, компания может принять решение о прекращении разработки ещё на этапе I фазы клинических исследований.

Учитывая, что стоимость III фазы КИ составляет основную долю расходов на R&D, раннее выявление неперспективных проектов позволяет существенно повысить эффективность управления портфелем и минимизировать ненужные инвестиции. Такой подход способствует более рациональному распределению ресурсов в пользу наиболее перспективных молекул.

Финансовая часть

Выручка



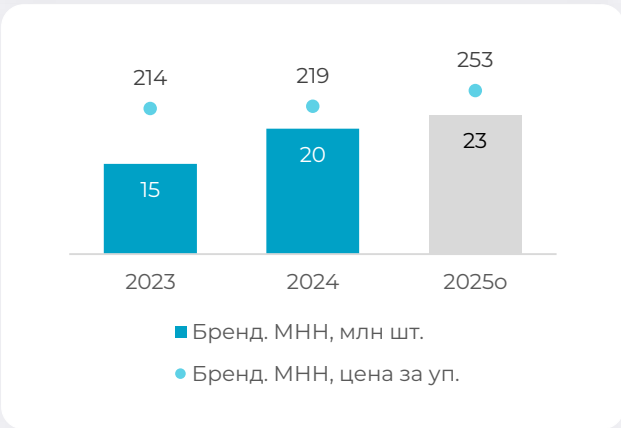
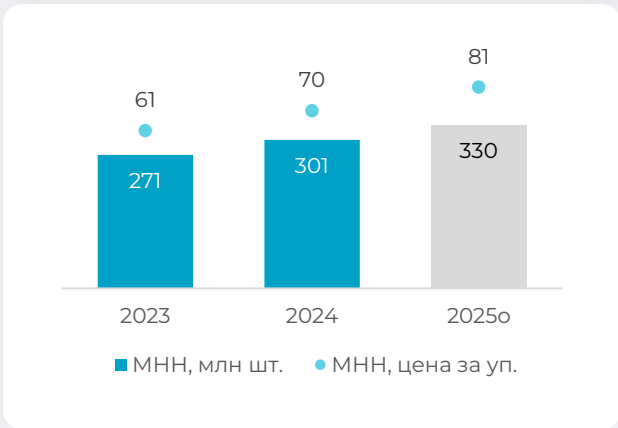
➤ После публикации отчётности за 9M25 компания подтвердила свой прогноз по росту выручки на уровне более 25%. **Данный уровень соответствует озвученным ранее ориентирам компании и нашим ожидания на этапе IPO.**

Рост выручки в 2026 году может составить более 16%. В 2027 году ожидается запуск препаратов премиального направления — биосимиляров.

Детализация выручки

➤ Сейчас и до 2027 года выручку компании формирует химическая фармацевтика.

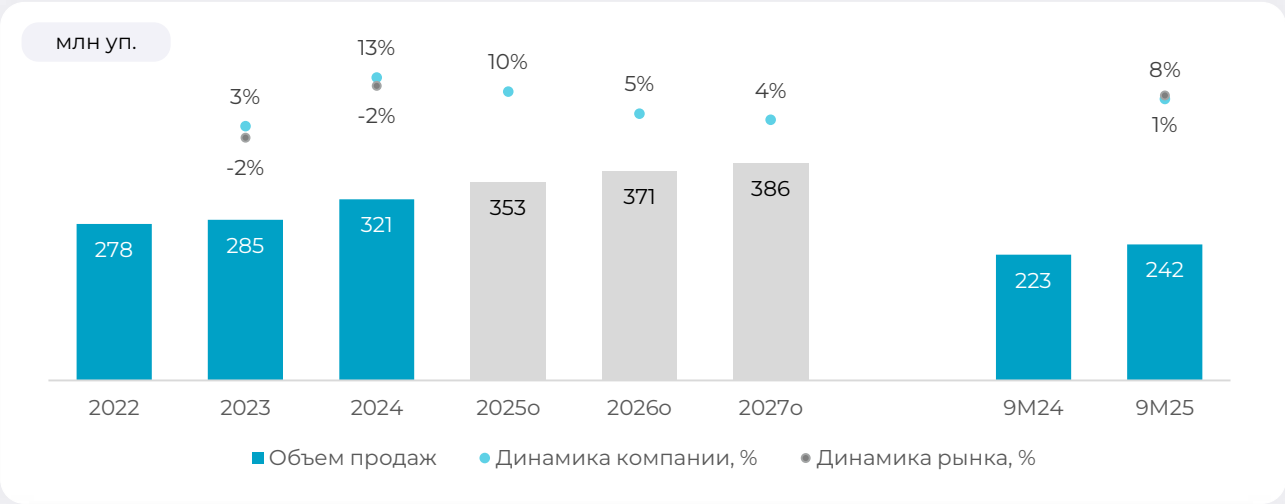
Цены показывают растущую динамику, однако зависят, в том числе, от корзины препаратов, проданных в определённый период, в связи с чем ситуация в рамках квартала может меняться. По итогам года мы ожидаем рост продаж в натуральном выражении / роста средней цены упаковки, как следствие – рост выручки.



Источник: данные Компании, прогноз Совкомбанка.

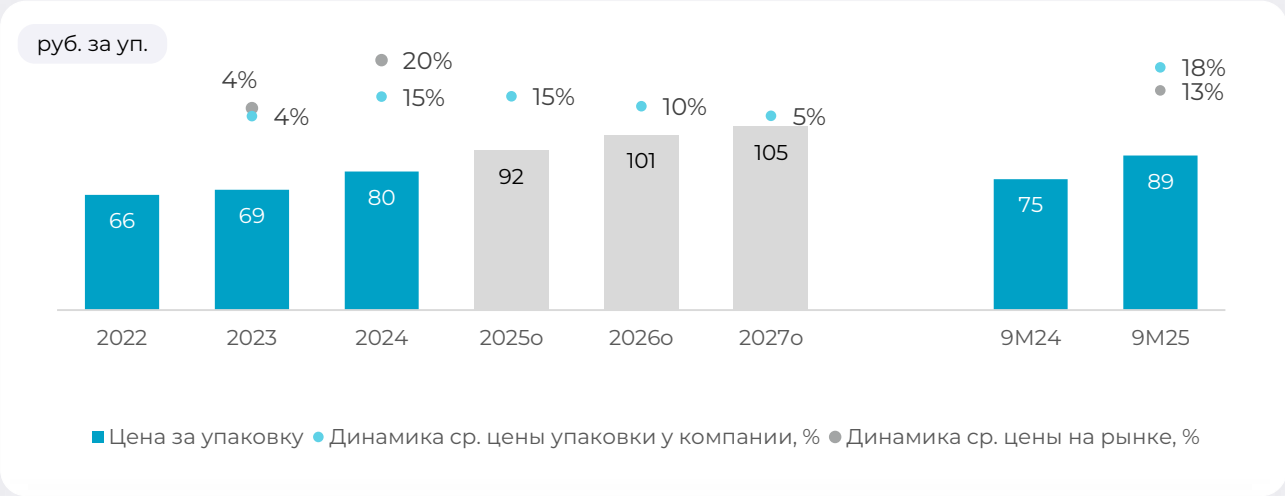
Финансовая часть

Продажи в упаковках



➤ Несмотря на слабую динамику рынка в 2023 и 2024 годах — снижение на 2% в натуральном выражении — компания показывала опережающий рост. По итогам 9M25 компания продала на 8% больше упаковок г/г, тогда как рынок вырос только на 1%. Данный тренд объясняется, в том числе, самым крупным в стране портфелем РУ, который позволяет оперативно реагировать на потребности рынка. Закладываем замедление темпов роста в т.ч. на фоне сформированной высокой базы в 2024-25 гг.

Ценовая динамика

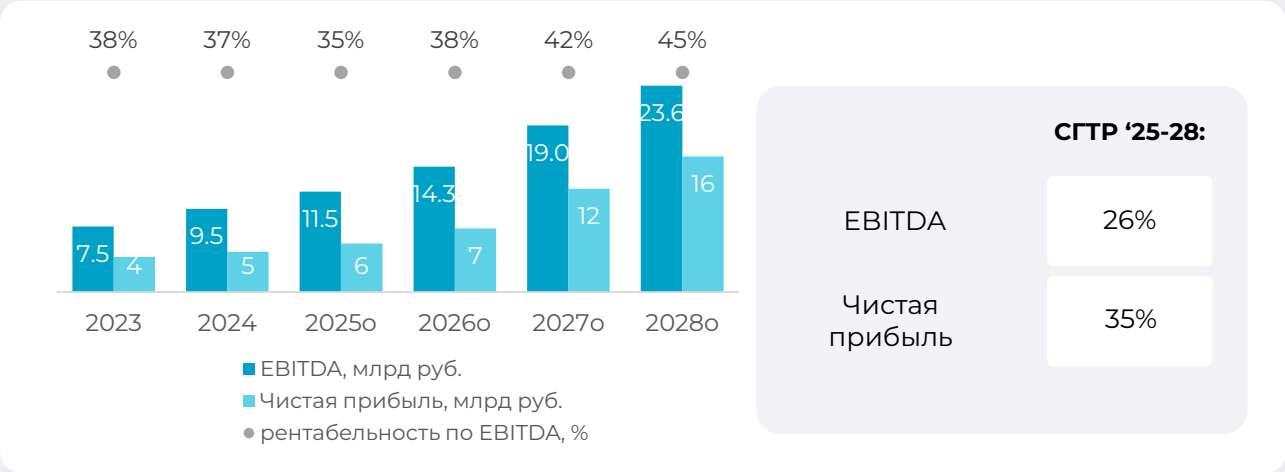


➤ С точки зрения средней цены компания также показывает неплохую динамику: за 9M25 средняя цена упаковки выросла на 18% г/г (розничный рынок — на 13%). Это можно объяснить как улучшением структуры продаваемой корзины препаратов, так и планомерным ростом фармацевтического рынка. В прогнозном периоде закладываем замедление темпов роста в т.ч. на фоне ожидаемого снижения инфляции.

Источник: данные Компании, прогноз Совкомбанка.

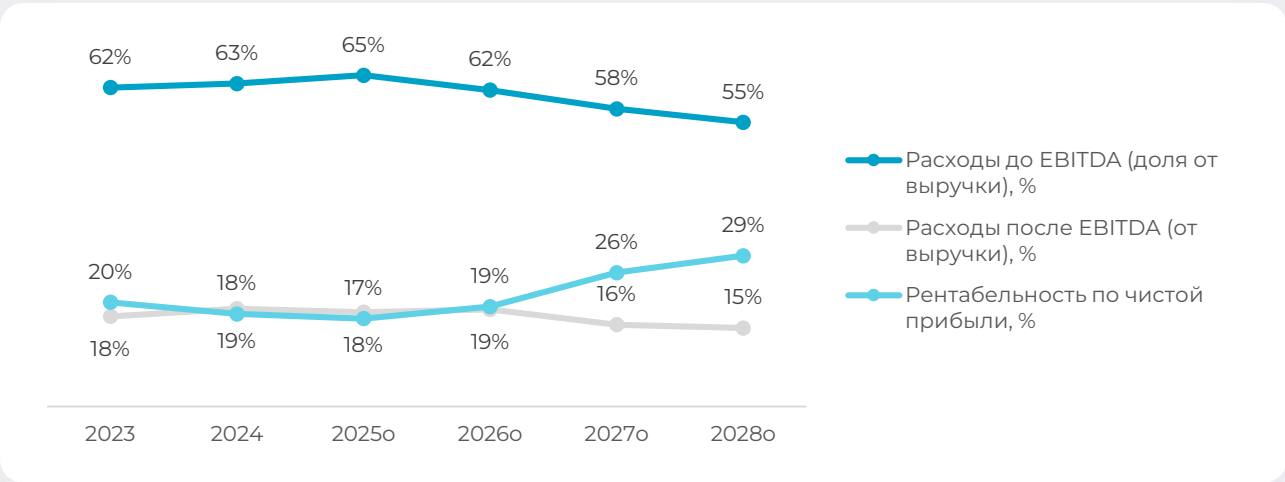
Финансовая часть

EBITDA и чистая прибыль



➤ Мы ожидаем, что компания продолжит расти опережающими рынок темпами. Компания имеет возможность перекладывать инфляцию расходной части на потребителей, что позволит удерживать прогнозные уровни рентабельности.

А сможет ли?



1

Рост средней стоимости упаковки / запуск биосимиларов в 2027 году.

2

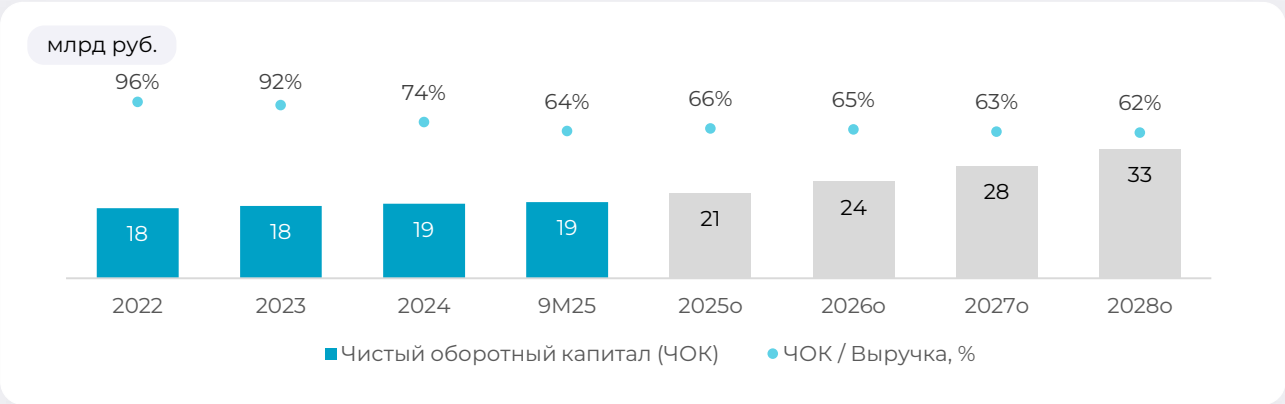
Оптимизация расходной части – работа с поставщиками напрямую, эффект масштаба и пр.

3

Снижение ставки, использование льготного налогообложения на новых площадках = позитив для чистой прибыли.

Финансовая часть

Оборотный капитал



➤ С учётом специфики отрасли и бизнес-модели у компании формируется длинный денежный цикл. В течение 2022–2024 годов отношение чистого оборотного капитала к выручке (ЧОК / Выручка) превышало 90%. По итогам 2024 года и 9М25 оно составило 74% и 64% соответственно — что подтверждает возможности компании по управлению оборотным капиталом, в том числе за счёт оптимизации складских запасов, сроков расчётов по дебиторской задолженности, а также использования инструментов факторинга.

В дальнейшем ожидаем, что показатель будет сохраняться на уровне около 70%, что позволит снизить давление на денежный поток при росте выручки.

Долговые обязательства

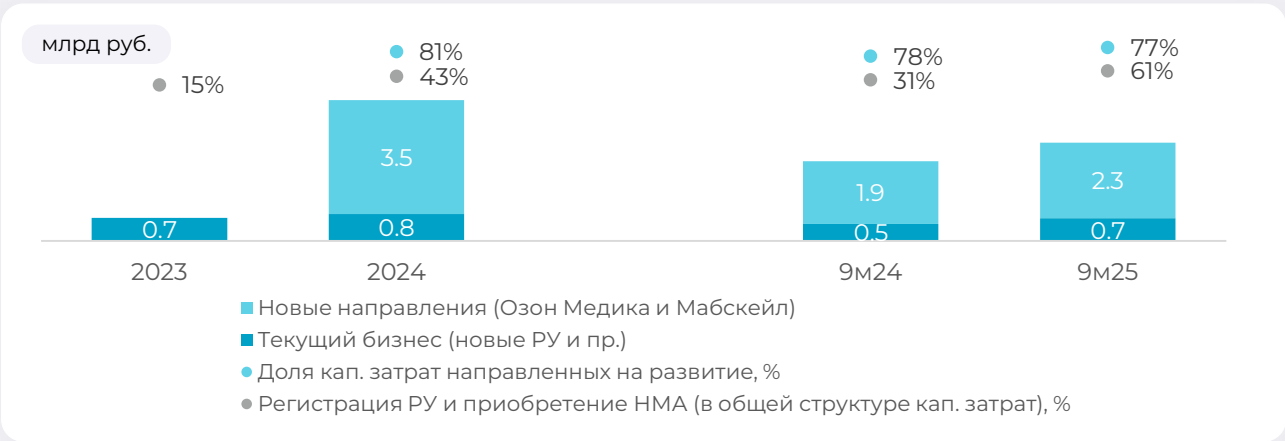


➤ Долг компании состоит из кредитов, облигаций и аренды. Облигации на сумму 1,7 млрд руб. (ставка 13%) будут погашены в 2026 году — это повысит среднюю ставку по долговому портфелю. Компания использует инструменты факторинга — падение ставки снизит стоимость этого инструмента и окажет позитивное влияние на прибыль.

Не ожидаем проблем с ликвидностью в рамках прогнозного периода, даже в случае отсутствия снижения ключевой ставки..

Финансовая часть

Капитальные затраты

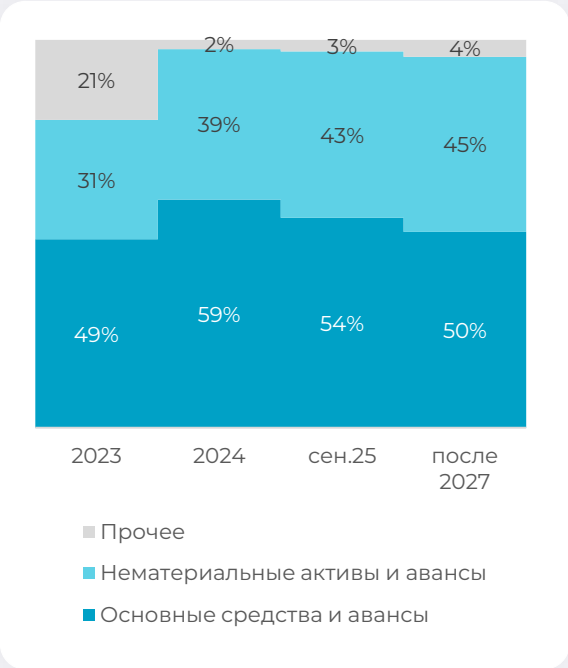


Капитальные затраты в 2024 году и за 9М25 ярко подсвечивают фокус компании на развитие новых направлений. Текущие сегменты бизнеса (то есть текущие производственные активы и уже сложившийся, хотя и плавно растущий, портфель РУ) уже не требуют высоких инвестиций.

В дальнейшем мы ожидаем сохранение данного тренда с учётом фокуса компании на потенциально высокомаржинальные направления, связанные с производством препаратов на новых площадках.

Коммерческая реализация биосимиляров требует более 5 лет подготовки: исследований, клинических испытаний и прочих этапов.

Долгосрочные активы



После консолидации «Мабскейл» в 2024 году мы наблюдаем и ожидаем устойчивый тренд на изменение структуры долгосрочных активов — на фоне активного развития направления биосимиляров, регистрация которых достаточно дорогая, растёт доля нематериальных активов в балансе компании.

Расходы на клинические исследования капитализируются; в будущих периодах они будут влиять на доходы компании через амортизацию и/или списания в случае невозможности окупить препарат.

Прогноз ключевых финансовых показателей 1/2

	2024	2025o	2026o	2027o	2028o	2029o	2030o
Текущая капитализация (Мсар), млрд руб.	59						
Текущая стоимость предприятия (EV), млрд руб.	70						
Рыночные индикаторы							
P/E	12.8x	10.7x	8.1x	5.0x	3.8x	3.1x	2.3x
EV/EBITDA	7.3x	6.0x	4.7x	3.6x	2.8x	2.2x	1.6x
Див. доходность, %	3%	2%	3%	6%	8%	10%	13%
Операционные показатели, млн уп.							
МНН	301	330	347	361	375	390	406
Бренд. дженерики	20	23	24	25	26	27	27
Всего (без учета биофармацевтики)	321	353	371	386	401	416	433
динамика, %	13%	10%	5%	4%	4%	4%	4%
Фин. показатели, млрд руб.							
Выручка	25.6	32.3	37.3	45.3	52.8	60.2	71.6
динамика, %	30%	26%	16%	21%	16%	14%	19%
Себестоимость продаж	(13.9)	(18.1)	(20.0)	(23.2)	(26.0)	(28.9)	(33.0)
Валовая прибыль	11.7	14.3	17.3	22.2	26.8	31.3	38.6
рентабельность, %	46%	44%	46%	49%	51%	52%	54%
SG&A	(3.1)	(3.9)	(4.3)	(4.6)	(5.0)	(5.3)	(5.7)
динамика, %	29%	27%	10%	7%	7%	7%	7%
EBITDA	9.5	11.5	14.3	19.0	23.6	27.9	34.9
рентабельность, %	37%	35%	38%	42%	45%	46%	49%
динамика, %	27%	21%	25%	33%	24%	18%	25%
Финансовые доходы / расходы	(2.1)	(2.6)	(2.6)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(1.7)
Прибыль до налогообложения	5.8	7.2	9.5	15.1	19.3	23.4	30.3
Налог на прибыль	(1.2)	(1.7)	(2.2)	(3.3)	(3.8)	(4.4)	(5.1)
эффективная ставка,%	21%	23%	23%	22%	20%	19%	17%
Чистая прибыль	4.6	5.5	7.3	11.8	15.5	18.9	25.2
рентабельность, %	18%	17%	19%	26%	29%	31%	35%
динамика, %	15%	20%	31%	63%	31%	22%	33%
Дивиденды на акцию	1.4	1.2	1.6	3.2	4.3	5.0	6.7

Прогноз ключевых финансовых показателей 2/2

	2024	2025o	2026o	2027o	2028o	2029o	2030o
Текущая капитализация (Mcap), млрд руб.							59
	Текущая стоимость предприятия (EV), млрд руб.						70
Денежный поток, млрд руб.							
CFO	5.8	5.7	7.3	9.0	12.5	16.1	20.7
CAPEX	(4.3)	(4.1)	(5.4)	(5.2)	(5.3)	(6.9)	(6.4)
FCF	1.5	1.6	1.9	3.8	7.2	9.2	14.3
Дивиденды к выплате	(1.5)	(1.4)	(1.9)	(3.8)	(5.0)	(5.9)	(7.8)
Балансовые метрики, млрд руб.							
Чистый оборотный капитал (ЧОК), млрд руб.	18.8	21.4	24.4	28.4	32.7	36.1	40.5
ЧОК / Выручка, %	74%	66%	65%	63%	62%	60%	57%
Чистый долг, млрд руб.	10.1	10.2	9.0	8.8	6.4	2.9	(3.7)
ЧД / EBITDA	1.1x	0.9x	0.6x	0.5x	0.3x	0.1x	-0.1x

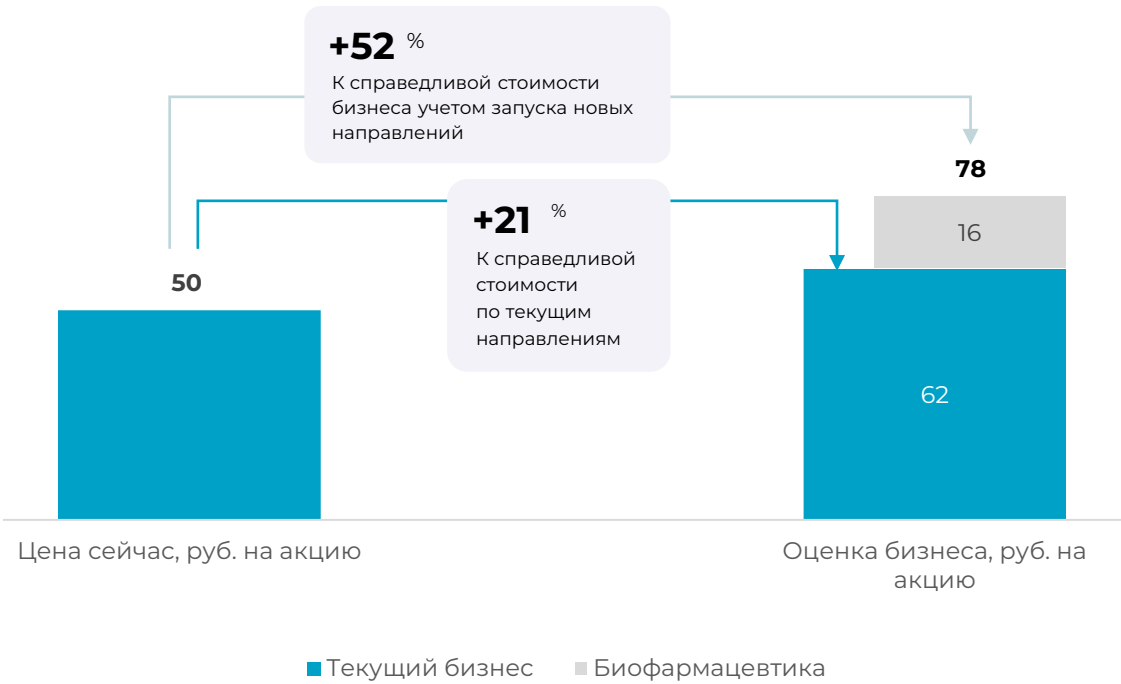
Оценка

04

Взгляд на Компанию

➤ Считаем, что текущие сегменты бизнеса формируют львиную долю денежного потока. Данный денежный поток, вместо возврата акционерам, направлен на развитие — запуск направлений, формирующих высокую добавленную стоимость.

Считаем, что бизнес даже без коммерциализации новых направлений интересен для инвестора. Запуск новых площадок приведёт к раскрытию стоимости после 2027 года и, на фоне роста EBITDA и чистой прибыли, создаёт существенный потенциал к переоценке вверх.



➤ Оценочный расчёт с учётом денежных потоков, формируемых направлениями в прогнозном и постпрогнозном периоде. Отмечаем, что с учётом роста конкуренции на рынке биофармацевтики ценовые параметры будущих препаратов (с учётом запуска новых молекул на горизонте более 3–5 лет) сложно прогнозируемы.

Денежные потоки для целей оценки

- >

Ниже представлен наш прогноз показателя FCFF, используемого аналитическим сообществом для оценки компании методом DCF.

Мы не даем точную оценку компании в рамках данного метода, так как считаем, что показатели WACC и LTG являются довольно субъективными.

Однако мы приводим оценочный диапазон целевой цены на 12М в рамках данной методологии при различных значениях WACC и LTG.

Прогноз консолидированного FCFF для целей оценки OZPH, млрд руб.

млрд руб.	2025о	2026о	2027о	2028о	2029о	2030о
NOPAT	7.6	9.3	12.9	16.9	20.4	26.6
Амортизация	1.3	1.5	1.7	1.9	2.1	2.2
Изменения в оборотном капитале	(2.6)	(3.0)	(4.0)	(4.3)	(3.4)	(4.4)
CAPEX	(4.1)	(5.4)	(5.2)	(5.3)	(6.9)	(6.4)
FCFF	2.2	2.4	5.5	9.2	12.2	18.0

Источник: Совкомбанк

Цена за акцию OZPH при различных WACC и LTG

Текущая цена – 52 руб.		WACC				
		15%	16%	17%	18%	19%
LTG	5%	85	75	67	59	53
	6%	94	82	72	64	57
	7%	104	90	78	69	61
	8%	117	100	86	75	66
	9%	135	112	95	82	72

Источник: Совкомбанк

Биосимиляры, взгляд на оценку

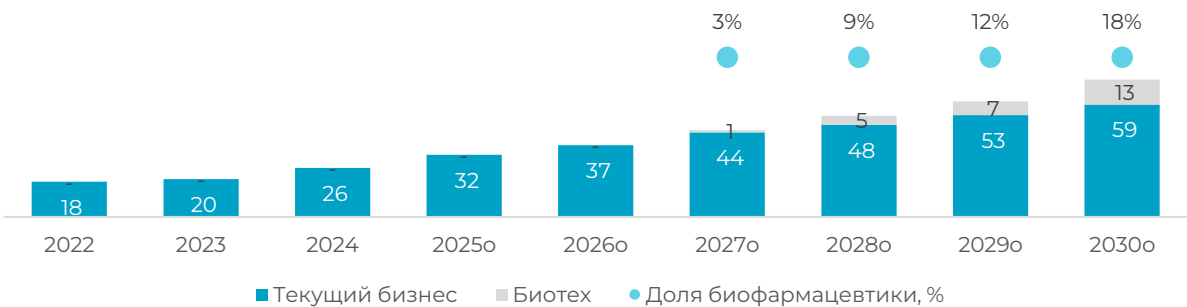
➤ Сегмент биосимиляров может быть запущен в 2027 году.

Вклад в выручку ожидается на уровне более 15% от общей выручки только к 2030 году.

Стоимость сегмента фактически формируется после 2030 года, с учётом высокой доли накопленных расходов (НМА, связанных с проведением КИ и пр.) в периоде 2023–2026 годов — когда сегмент фактически не приносил выручки.

Доля неопределенности касательно успеха отдельных молекул позволяет оценивать вклад сегмента в стоимость всего бизнеса эмитента только индикативно. Считаем, что вклад сегмента в общую оценочную стоимость капитала компании при прочих равных условиях может составлять от 9 до 27 рублей на акцию (используя WACC 17%).

Полагаем, что с учётом: а) фактических цен на рынке молекул, в которые целится компания; б) снижения процентной ставки; в) расширения портфеля и роста производства биосимиляров в натуральном выражении — велика вероятность увеличения оценочного вклада сегмента в стоимость бизнеса компании.



Вклад сегмента в стоимость акции при различных ценах условного биосимиляра на начале продаж и LTC сегмента

		Цены препаратов биофармацевтики на запуске				
		80%	90%	100%	110%	120%
LTC	4%	3	7	12	16	21
	5%	5	9	14	19	24
	7%	6	11	16	21	27
	9%	8	14	20	27	34
	10%	12	20	28	37	46

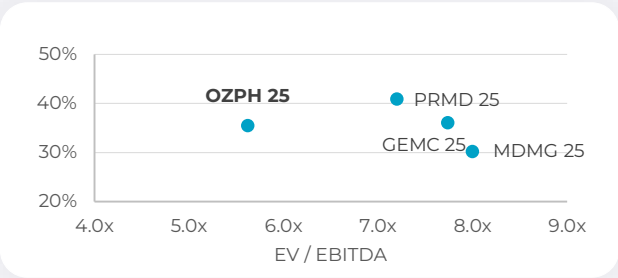
Источник: Совкомбанк

А в сравнении с другими компаниями? 1/2

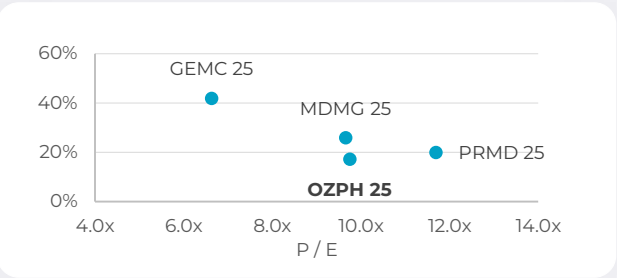
➤ На рынке РФ не представлен широкий спектр компаний, с которыми можно напрямую сравнить OZPH. Даже «Промомед» (PRMD) — по сути — не является полноценным аналогом, поскольку фокусируется на отдельных молекулах своего инновационного портфеля. OZPH, в свою очередь, опирается на самый широкий в России портфель препаратов, плюс развивает новые направления.

На рынке присутствуют компании, связанные с медицинскими услугами, в частности «Мать и дитя» (MDMG) и EMC (GEMC), которые также не являются прямыми аналогами. OZPH торгуется дешевле MDMG и GEMC по мультипликатору EV/EBITDA и немного дороже по P/E. С учётом запуска премиальных препаратов в сфере биофармацевтики в 2027 году считаем премию оправданной.

Рентабельность по EBITDA

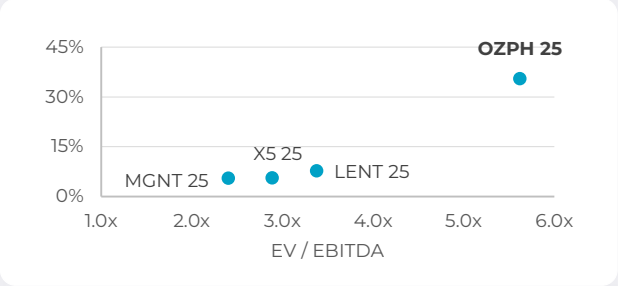


Рентабельность по чистой прибыли

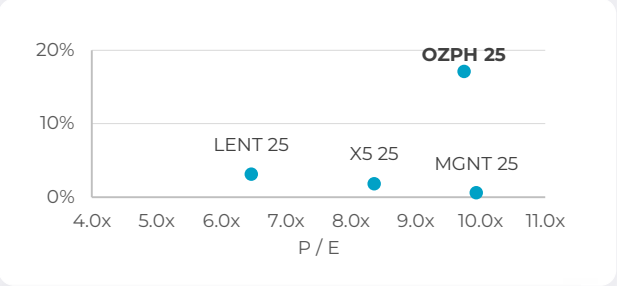


➤ С учётом специфики бизнес-модели компании на текущем этапе — фокуса на низкомолекулярной и доступной для потребителя химической фармацевтике — можно рассмотреть мультипликаторы OZPH в сравнении с компаниями ритейл-сектора.

Рентабельность по EBITDA



Рентабельность по чистой прибыли



➤ OZPH торгуется существенно выше компаний ритейла (сравниваем в логике «защитный сектор с фокусом на стабильный внутренний рынок»), однако формирует сравнительно лучшую рентабельность по EBITDA. Разрыв по мультипликатору P/E уже немного меньше и даже сопоставим с MGNT, при этом рентабельность OZPH существенно выше. В прогнозном периоде не ожидаем, что она существенно снизится. Премия оправдана.

Считаем важным дополнительно отметить, что бизнесы разные в т.ч. в логике возможности генерировать денежный поток, сравнение приведено в индикативных целях.

А в сравнении с другими компаниями? 2/2

Фармацевтические компании

➤ OZPH

>25 %

рост выручки в 2025,
взгляд компании



+16 %

рост выручки в 2026,
наш взгляд

➤ PRMD

75 %

рост выручки в 2025,
взгляд компании

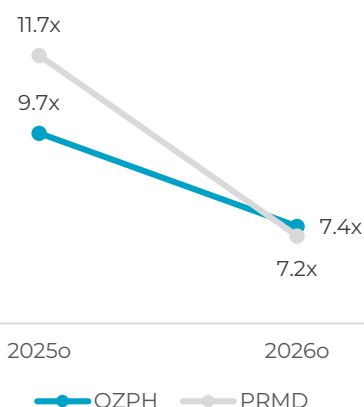
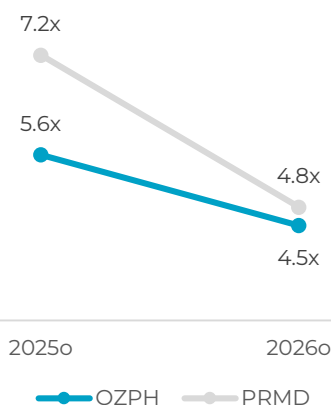


>40 %

рост выручки в 2026²

EV / EBITDA

P/E



- Мы считаем, что показатели OZPH будут достигнуты, консенсус считает, что рост выручки PRMD составит 71% в 2025 (компания прогнозирует рост 75%). Отмечаем, что несмотря на активный рост, одним из вопросов к PRMD – является возможность генерировать достаточный денежный поток, который был отрицательным в 1п25.

OZPH торгуется с дисконтом к PRMD – однако в след году эффект может быть частично нивелирован за счет более агрессивного, по мнению рынка, роста показателей PRMD.

Прогноз роста выручки OZPH 16%, что кажется нам более реалистичным и даже с учетом этого прогноза – мультипликатор остается сопоставимым. **С учетом менее агрессивного роста PRMD – OZPH в настоящий момент остается и может далее оставаться сравнительно более привлекательным по мультипликаторам.**

Глоссарий

05

Глоссарий

EBITDA – прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации. В отчете для расчета EBITDA используем корректировку на R&D (аналогично методологии компании).

EV/EBITDA – мультипликатор, отражающий соотношение стоимости компании (Enterprise Value) к её прибыли до вычета процентов, налогов и амортизации (EBITDA).

FCF, или Free Cash Flow – свободный денежный поток, доступный для выплат акционерам и инвестиций.

Market cap, или рыночная капитализация – общая стоимость компании на рынке, рассчитываемая как произведение текущей цены акции на их количество в обращении

SKU (Stock Keeping Unit) — уникальный идентификатор товарной единицы, используемый для учёта и управления запасами на складе или в розничной сети.

АФС (активная фармацевтическая субстанция) — это фармацевтически чистое действующее вещество, содержащееся в лекарственном препарате и обеспечивающее его терапевтический эффект; АФС не используется в чистом виде, а служит основой для производства готовых лекарственных форм (таблеток, капсул, растворов и др.).

МНН (международное непатентованное название) — официальное неохраняемое название фармацевтического вещества, принятое ВОЗ для обеспечения единообразия в наименовании лекарственных средств.

Брендовые дженерики — лекарственные препараты, содержащие то же активное вещество, что и оригинальный препарат, но выпускаемые под собственным коммерческим названием и отличающиеся, как правило, упаковкой, дозировкой или производственным процессом.

Рецептурные препараты — лекарственные средства, отпуск которых из аптеки возможен только по рецепту врача в связи с их потенциальной опасностью или необходимостью медицинского контроля.

Лиофилизаты — это сухие порошкообразные лекарственные формы, полученные методом лиофилизации (сублимационной сушки), при которой раствор препарата замораживается, а затем вода удаляется путём перехода из твёрдого состояния непосредственно в пар под вакуумом. Такая технология сохраняет активность термолабильных веществ (например, белков, пептидов, антибиотиков) и обеспечивает длительный срок хранения; перед применением лиофилизат восстанавливают, добавляя растворитель (обычно воду для инъекций).

ФОТ (фонд оплаты труда) — совокупность всех расходов компании на выплату заработной платы, включая оклады, премии, надбавки, компенсации и обязательные страховые взносы; в фармацевтической отрасли ФОТ может составлять значительную долю операционных издержек, особенно в сегментах с высокой долей квалифицированного персонала

Ограничение ответственности

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ ПРЕДЛОЖЕНИЕМ ИЛИ ПРИГЛАШЕНИЕМ ПОДПИСАТЬСЯ ИЛИ ПРИОБРЕСТИ КАКИЕ-ЛИБО ЦЕННЫЕ БУМАГИ, И НИ НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ, НИ ЧТО-ЛИБО, СОДЕРЖАЩЕЕСЯ В НЕМ, НЕ МОЖЕТ СЛУЖИТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ЗАКЛЮЧЕНИЯ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА, НЕ МОЖЕТ БЫТЬ ИСПОЛЬЗОВАНО В СВЯЗИ С ЭТИМ ИЛИ СЛУЖИТЬ ПОБУЖДЕНИЕМ К ЗАКЛЮЧЕНИЮ КАКОГО-ЛИБО ДОГОВОРА ИЛИ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ СОСТАВЛЕН В УСЛОВИЯХ ВОЗМОЖНОСТИ ВОЗНИКНОВЕНИЯ КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ В СВЯЗИ С НАЛИЧИЕМ ДОГОВОРНЫХ ОТНОШЕНИЙ ПО ОКАЗАНИЮ УСЛУГ ГРУППЕ, СВЯЗАННЫХ С ОРГАНИЗАЦИЕЙ РАЗМЕЩЕНИЯ. В ЦЕЛЯХ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ОБЪЕКТИВНОСТИ И НЕЗАВИСИМОСТИ АНАЛИЗА, АНАЛИТИКИ, УЧАСТВОВАВШИЕ В ПОДГОТОВКЕ ДАННОГО ДОКУМЕНТА, НЕ ИМЕЛИ ДОСТУПА К ИНФОРМАЦИИ, СВЯЗАННОЙ С ПРОЦЕССОМ РАЗМЕЩЕНИЯ, И ИХ РАБОТА ПРОВОДИЛАСЬ В РАМКАХ СТРОГИХ ПРОЦЕДУР ВНУТРЕННЕГО КОНТРОЛЯ. ИНВЕСТИТОРАМ РЕКОМЕНДУЕТСЯ УЧИТЫВАТЬ ВОЗМОЖНОСТЬ ПОТЕНЦИАЛЬНОГО КОНФЛИКТА ИНТЕРЕСОВ И, ПРИ НЕОБХОДИМОСТИ, ОБРАЩАТЬСЯ ЗА НЕЗАВИСИМОЙ КОНСУЛЬТАЦИЕЙ.

НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ЯВЛЯЕТСЯ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ, В ТОМ ЧИСЛЕ ИНДИВИДУАЛЬНОЙ ИНВЕСТИЦИОННОЙ РЕКОМЕНДАЦИЕЙ (В ЗНАЧЕНИИ, ОПРЕДЕЛЕННОМ В ФЕДЕРАЛЬНОМ ЗАКОНЕ ОТ 22 АПРЕЛЯ 1996 ГОДА №39-ФЗ «О РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ»), В ОТНОШЕНИИ ЦЕННЫХ БУМАГ КОМПАНИИ ИЛИ ЛЮБЫХ ИНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ ИЛИ ЛЮБЫХ АКТИВОВ, УПОМЯНУТЫХ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ НЕ ПРЕДНАЗНАЧЕН ДЛЯ ТОГО, ЧТОБЫ БЫТЬ ОСНОВАНИЕМ ДЛЯ ПРИНЯТИЯ КАКИХ-ЛИБО ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ. ИНФОРМАЦИЯ, СОДЕРЖАЩАЯСЯ В НАСТОЯЩЕМ ДОКУМЕНТЕ, ПРЕДОСТАВЛЕНА КОМПАНИЕЙ И НЕ ПОДВЕРГАЛАСЬ КАКОЙ-ЛИБО НЕЗАВИСИМОЙ ПРОВЕРКЕ. НАСТОЯЩИЙ ДОКУМЕНТ ПЕРЕДАЕТСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО В ИНФОРМАЦИОННЫХ ЦЕЛЯХ.

НАСТОЯЩИЙ ОТЧЕТ СОДЕРЖИТ ПРОГНОЗЫ, КОТОРЫЕ ПРЕДСТАВЛЯЮТ ВОЗМОЖНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ НА ОСНОВЕ ПРЕДПОЛОЖЕНИЙ, ИЗЛОЖЕННЫХ В НАСТОЯЩЕМ ОТЧЕТЕ. ОНИ ПРЕДСТАВЛЯЮТ СОБОЙ ЛИШЬ ОДИН ИЗ ВОЗМОЖНЫХ ИСХОДОВ И ЯВЛЯЮТСЯ НЕЗАВИСИМЫМ МНЕНИЕМ ТОЛЬКО АВТОРА НАСТОЯЩЕГО ОТЧЕТА. ДАННЫЕ ПРОГНОЗЫ ПОДВЕРЖЕНЫ РИСКАМ, НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ И ПРЕДПОЛОЖЕНИЯМ, И БУДУЩИЕ ФАКТИЧЕСКИЕ РЕЗУЛЬТАТЫ МОГУТ СУЩЕСТВЕННО ОТЛИЧАТЬСЯ ОТ НИХ.

ЛЮБОЕ РЕШЕНИЕ О ПОДПИСКЕ ИЛИ ПОКУПКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ В РАМКАХ ЛЮБОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ ДОЛЖНО ПРИНИМАТЬСЯ ИСКЛЮЧИТЕЛЬНО НА ОСНОВАНИИ ИНФОРМАЦИИ, СОДЕРЖАЩЕЙСЯ В ПРОСПЕКТЕ.

ЛЮБОЕ НЕСОБЛЮДЕНИЕ ЭТИХ ОГРАНИЧЕНИЙ МОЖЕТ ПРЕДСТАВЛЯТЬ СОБОЙ НАРУШЕНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ. ПРИНИМАЯ ДАННЫЙ ОТЧЕТ, ВЫ СОГЛАШАЕТЕСЬ С ВЫШЕУКАЗАННЫМИ ОГРАНИЧЕНИЯМИ.