



От идеи до аптеки

Фармсинтез

Один из лидеров российской Life Science

IPO

Flash note



Организатор размещения,
листинговый агент
ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»

Октябрь 2010



ФАРМСИНТЕЗ

– новая фармацевтическая «звезда».

Life Science IPO

В конце ноября на российском фондовом рынке пройдет размещение акций одного из лучших в РФ представителей немногочисленного сегмента Life Science.

ОАО «Фармсинтез» – быстроразвивающаяся инновационная фармацевтическая компания – собирается разместить дополнительную эмиссию акций в размере 30% от увеличенного уставного капитала на бирже ММВБ (сектор РИИ), предполагая выручить 450 – 600 млн рублей.

Мы считаем, что акции Фармсинтеза должны привлечь инвесторов, ориентированных как на понимание инвестиционной привлекательности акций из сектора Life Science, так и на диверсификацию своих вложений. Предложение имеет свою уникальность. Фармсинтез – первая российская биофармацевтическая компания, выходящая на публичный рынок, которая имеет в своем портфеле инновационные препараты с высоким потенциалом коммерциализации на фармацевтических рынках США и ЕС.

Инвестиционная привлекательность Компании:

- Динамично растущий объем и география продаж существующего портфеля оригинальных препаратов;
- Вывод на рынки РФ, ЕС и США оригинальных инновационных продуктов с высокочемкими рынками и потребительским спросом;
- Приобретение зарубежных биофармацевтических компаний для получения синергетического финансового и технологического эффектов и вывода на их базе собственных препаратов на зарубежные рынки;
- Интеграция в международный процесс разработки инновационных препаратов;
- Ориентир на прозрачность и высокий уровень корпоративного управления;
- Компания является одним из ключевых участников государственной программы «Фарма 2020»;
- Компания способна самофинансировать разработку препаратов с глобальным потенциалом высоких продаж;
- Опытная научная команда с мировым именем.

Цели IPO:

- ускорение развития бизнеса на фоне долгосрочного роста фармацевтического рынка РФ и государственных стимулирующих программ;
- реализация R&D-проектов и их коммерциализация в РФ;
- вывод оригинальных патентованных препаратов на рынок ЕС и США;
- повышение уровня прозрачности перед планируемым выходом на NASDAQ.

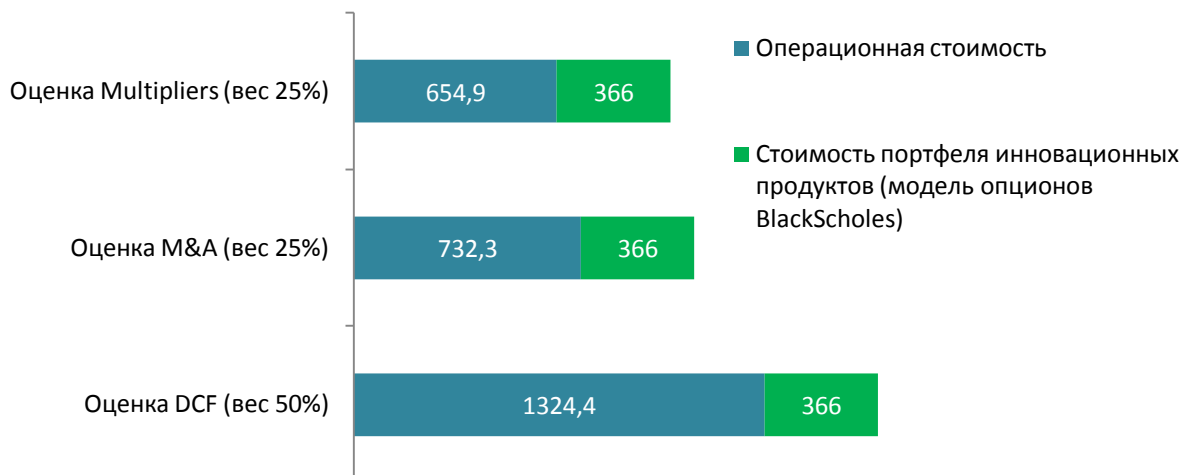
Параметры IPO	
Доля от УК (доп. эмиссия)	30% / 22 млн акций
Объем размещения	450-600 млн руб.
Дата размещения	24 ноября 2010 года
Организатор	ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»
Площадка	Сектор РИИ ММВБ
Диапазон цены	20.6-27.7 рублей
Откр./Закр. книги заявок	20 октября – 17 ноября
Дата определения цены	19 ноября 2010 года
Справедливая Капитализация	1475-1981 млн руб.

Факторы успеха IPO:

- Неудовлетворенный инвестиционный спрос на Life Science компании в РФ;
- Долгосрочная доходность компаний из сегмента Health выше бенчмарк-индексов (например S&P);
- Один из немногих сегментов, в которых капитализации компаний могут значительно и быстро вырасти;
- Двухзначный долгосрочный рост фармацевтической отрасли РФ;
- Взрывной рост капитализации при успехе клинических испытаний по инновационным препаратам;
- Дополнительные возможности роста, исходящие из стратегии Компании;
- Ориентир на прозрачность и высокий уровень корпоративного управления;
- В состав акционеров входит известная в мире УК с многолетним опытом развития инновационных компаний (в т.ч. Life Science);

Заключение о стоимости

Оценку стоимости Компании мы провели в два этапа. На первом этапе мы оценили стоимость существующего бизнеса Компании методами дисконтирования денежных потоков, сделок слияний и поглощений и рыночных мультипликаторов по индустрии. На втором этапе была проведена оценка стоимости вероятных денежных потоков, которые может сгенерировать перспективный/R&D продуктовый портфель в ближайшем будущем (метод опционов, модель BlackScholes). Итоговая стоимость акционерного капитала Компании представляет собой сумму результатов каждого этапа.



Метод оценки	Вес метода, %	Операционная стоимость, млн рублей	Стоимость портфеля инновационных продуктов, млн рублей	Суммарная стоимость акционерного капитала, млн рублей
Дисконтирование денежных потоков (DCF)	50%	1324.4	366	1690.4
M&A сделки	25%	732.3	366	1098.3
Рыночные мультипликаторы по индустрии	25%	654.9	366	1020.9

Справедливый диапазон стоимости

Средневзвешенная стоимость, млн рублей	1375
стоимость 1 акции, рублей	27.77
Минимальная стоимость, основанная на мультипликаторах, млн рублей	1021
стоимость 1 акции, рублей	20.62

Исходя из проведенной оценки, справедливая стоимость акции Компании находится в диапазоне 20.62-27.77 рублей. Размещение в указанном диапазоне позволит привлечь средства от дополнительной эмиссии в 30% (22 млн акций) в размере от 450 до 600 млн рублей.

Год	Sales, млн рублей	EBITDA, млн рублей	Мультипликаторы (по средней цене диапазона - 24.2 рубля за акцию)	
			P/S	EV/EBITDA
2010E	271.6	65.81	4.41x	18.2x
2011F	333.8	100.63	3.59x	11.9x
2012F	344.8	198.12	3.47x	6.05x
2013F	673.4	364.15	1.78x	3.29x

Направления инвестиционной программы и инвестиционные потребности:

- расширение географии продаж и вывод на новые рынки существующего портфеля оригинальных препаратов;
- поглощение высокоэффективных зарубежных биофармацевтических компаний для получения синергетического эффекта, новых технологий и базы для вывода собственных препаратов на зарубежные рынки;
- разработка и внедрение инновационных препаратов, не производящихся на территории России, направленных на лечение высокостратных нозологий;
- строительство производства готовых лекарственных форм с целью увеличения рентабельности бизнеса.

Направление инвестиций 2011-2012 гг.	Сумма, млн руб.	Доля, %
Строительство производства готовых лекарственных форм	130	21.7
Создание собственной сети медицинских представителей	40	6.7
Поглощение фармацевтических компаний за рубежом	270	45
Финансирование 2-ой фазы клинических испытаний Virexxa® и MyeloXEN® в ЕС	160	26.6
ИТОГО	600	100



ОАО «Фармсинтез» – российская фармацевтическая компания из сегмента Life Science. Уникальная специализация на производстве и продвижении портфеля инновационных лекарственных препаратов, а также возможность осуществления контрактного R&D качественно выделяют компанию среди немногих российских биофармацевтических производителей. Бренды, производимые Фармсинтезом, узнаваемы среди целевой аудитории и применяются для лечения в онкологии, гинекологии, терапии иммунодефицитных состояний человека и туберкулеза.

Компания расположена в Ленинградской области и до 2007 года входила в фармацевтический холдинг «Балтийское фармацевтическое общество». После выкупа 100% акций компании ведущими зарубежными фондами акционеры сформировали стратегию, ориентированную на быстрый рост и инновационное развитие, при этом опираясь на лучшие западные практики в бизнесе life science и pharmaceuticals и накопленный технологический и научный потенциал компании.

Акционеры и менеджмент компании успешно развивают технологически сложный бизнес с акцентом на собственные уникальные инновационные продукты и видят значительные перспективы как на быстрорастущих фармацевтических рынках РФ, СНГ, так и ЕС и США.

Исторически Фармсинтез осуществляет деятельность в следующих направлениях:

- производство оригинальных запатентованных высокотехнологичных активных фармацевтических субстанций и продажа готовых лекарственных средств после их производства по контракту;
- дистрибуция ряда зарубежных препаратов на эксклюзивной основе;
- услуги custom R&D и custom manufacturing как для российских, так и для западных заказчиков;
- разработка и внедрение ряда оригинальных инновационных препаратов в России, Европе и США.



Выручка Фармсинтеза подразделяется на 4 основных сегмента. Среди них:

- изготовление оригинальных субстанций и продажи ГЛС дистрибуторам (РФ, СНГ);
- эксклюзивная дистрибуция (ряд зарубежных препаратов);
- контрактное R&D и производство для российских и западных партнеров;
- с 2008 года – R&D и коммерциализация инновационных препаратов как приоритетных на территории РФ, так и востребованных на рынках ЕС и США.

На протяжении последних пяти лет доходы Фармсинтеза, формируемые преимущественно за счет продаж в РФ, демонстрируют уверенный рост. В 2009 году выручка выросла до 228 млн рублей, что выше уровня 2006 года более чем в 1,5 раза. Около 70% выручки пришлось на существующий портфель, включая оригинальные субстанции и препараты, находящиеся на эксклюзивной дистрибуции. Порядка 30% пришлось на контрактное R&D, в частности на контрактные исследования в рамках государственной программы Фарма-2020 (препараты MyeloXEN и PulmoXEN).

Основной объем выручки компании приходится на конец года, что связано с сезонным характером продаж на рынке и периодом исполнения государственных тендерных поставок.

Рентабельность Фармсинтеза находится на сравнительно высоком уровне. Норма EBITDA в докризисные годы достигала 30%. При этом компания осуществляет свою деятельность за счет собственных средств, практически не прибегая к внешним заимствованиям. Соответственно, процентные платежи находятся на низких уровнях, что обеспечивает относительно высокую рентабельность по чистой прибыли, которая до кризиса находилась на уровне 10%.

Основные показатели, млн руб.	2006	2007	2008	2009
Структура доходов				
Существующий портфель	88%	77%	91%	69%
Contract manufacturing	11%	22%	8%	0%
Contract R&D	0%	0%	0%	31%
Прочие	0%	0%	1%	0%
Финансовые показатели				
Sales	147,65	172,50	179,95	228,40
EBITDA	39,72	50,46	39,79	35,28
EBIT	21,84	32,34	20,95	16,39
EBT	15,20	24,74	5,61	6,23
EAT	14,66	16,87	2,12	14,04
BV	240,54	263,80	265,85	270,42
Факторы формулы DuPont				
Чистая прибыльность (ROS)	9,9%	9,8%	1,2%	6,1%
Оборачиваемость активов	-	0,5	0,5	0,6
Мультипликатор собственного капитала	-	1,53	1,43	1,45
ROE	-	7,0%	0,8%	5,3%
Рентабельность EBIT	14,8%	18,7%	11,6%	7,2%
Оборачиваемость IC	-	0,7	0,7	0,8
1-tax	96,5%	100,0%	84,6%	100,0%
ROIC	-	12,3%	9,3%	5,7%
Рентабельность EBITDA	26,9%	29,3%	22,1%	15,4%
Лeverидж				
Финансовый рычаг	0,1	0,0	0,1	0,1
Платежеспособность				
SR+LR Debt / EBITDA	0,6	0,2	0,6	0,6
EBIT / %	560	233	13	5

В 2008 году выручка Фармсинтеза выросла всего на 4%. Причиной этому стало снижение активности дистрибуторов в конце года в связи с финансовым кризисом. Кроме того, отсутствие собственного производства лекарственных форм и применение толлинговой схемы существенно повышает себестоимость готовой продукции.

Реализация инвестиционной программы, в частности строительство производства ГЛС, позволит Фармсинтезу увеличить рентабельность продаж на 30%, что превысит среднеотраслевые показатели.

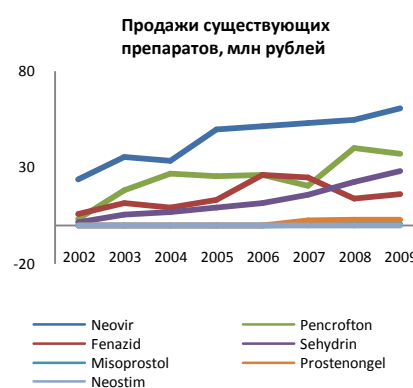
Также мы видим в компании экспортный потенциал, в первую очередь связанный со странами СНГ, на некоторых из которых Фармсинтез уже представлен (Азербайджан, Украина и Казахстан) существующими препаратами. Запуск инновационных препаратов позволит компании реализовать программу освоения рынков стран Европы и США.

Портфель препаратов

Портфель препаратов Фармсинтеза можно разделить на 5 основных групп. Это:

- препараты на основе собственных оригинальных субстанций (Сегидрин®, Неовир®, Пенкрофтон®, Феназид®);
- препараты, находящиеся на эксклюзивной дистрибуции (Простенонгель®, Мизопрофтол®, Неостим®, Глаумакс®);
- терапевтические вакцины (MyeloXEN®, HIVirin®);
- современные противоопухолевые и противовирусные средства, получаемые методом биокатализа (Флударабин, Кладрибин и Рибавирин. Запуск этих продуктов планируется в 2011-2013 годах);
- оригинальные запатентованные средства, продвигающиеся за рубежом (Vigexxa®, MyeloXEN® и PulmoXEN®).

Препарат	АТС группа	Начало продаж	Доля в выручке от продажи ГЛС (2009 г.)	CAGR нач. продаж - 2009	Показания
Оригинал					
1. Sehydri®	L	2002	19%	51%	лечение онкологических больных III, IV стадии
2. Fenazid®	J	2002	11%	15%	комплексная терапия больных туберкулезом
3. Neovir®	L	2002	42%	14%	противовирусное средство
4. Pencrofton®	G	2002	25%	42%	гинекология
Дистрибуция					
1. Neostim®	L	2009	0,04%	-	лечение онкологических больных
2. Misoprostol®	A	2007	0,4%	34%	гинекология
3. Prostenongel®	G	2007	2%	11%	гинекология
4. Glaumax®	S	2010	-	-	офтальмология



По некоторым препаратам Фармсинтез имеет эксклюзивное положение на рынке РФ.

Так, Сегидрин существенно улучшает качество жизни онкологических больных, при этом не оказывая токсического воздействия на организм. Аналогичных Сегидрину препаратов нет. Популярность препарата среди врачей и пациентов доказана 18-кратным ростом продаж за 7 лет.

Все более популярным становится противовирусный препарат Неовир. Прямой конкурент Неовира – Циклоферон. Объем рынка ближайшего конкурента составляет более \$13 млн, Неовир занимает 20% рынка. Однако в последние годы доля Неовира растет в связи с ростом популярности препарата, благодаря его фармакологическим характеристикам, качественно отличающим его от аналогов. Проявление побочных эффектов Неовира встречается гораздо реже, а метод доставки препарата в организм обуславливает его быстрое действие и длительную активность при меньшей дозировке, чем у аналогов.

Неовир и Сегидрин включены в государственные программы закупок лекарственных средств в рамках льготного лекарственного обеспечения некоторых категорий граждан.

Феназид – противотуберкулезный препарат, включенный в Стандарт лечения социально значимых заболеваний. Объем рынка Феназида оценивается в \$30 млн. Способ производства Феназида позволяет использовать препарат людям пожилого возраста, а также с психическими расстройствами. Феназид конкурирует с Изониазидом, занимая около 10% рынка. Однако меньшее токсическое воздействие на организм способствует росту популярности препарата и постепенному замещению Изониазида.

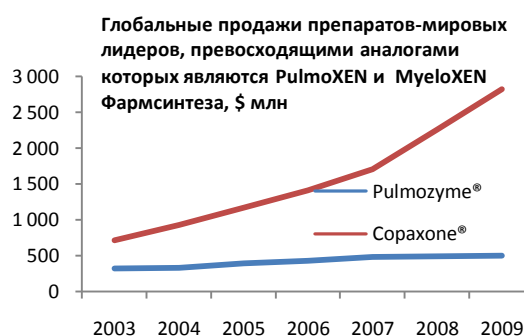
В 2009 году были запущены продажи Неостима, применяющегося для лечения онкологических заболеваний. Условную конкуренцию Неостиму составляют препараты Нейпоген, Граноцит, Грасальва, Лейкостим, Граноген, Нейпомакс. Однако лучшая переносимость Неостима и более высокая эффективность по сравнению с конкурентами позволяют прогнозировать существенный рост продаж в будущем. При этом за период с 2005 по 2009 год рынок аналогичных препаратов увеличился более чем втрое – с \$5 млн до \$16 млн. По некоторым оценкам к 2012 году препарат может занять до 15% рынка в упаковках.

Перспективный портфель

Перспективный портфель препаратов включает в себя создание инновационных терапевтических вакцин и препаратов класса Biobetters: MyeloXEN®, PulmoXEN® и HIVirin® для лечения рассеянного склероза, муковисцидоза и ВИЧ соответственно, а также инновационных технологий производства субстанций Кладрибин, Флударабин и Рибавирин, применяющихся для лечения онкологических и инфекционных заболеваний.

Терапевтические вакцины разрабатываются в рамках реализации стратегии Фарма-2020. Метод производства значительно улучшит качество препаратов и их фармакокинетические свойства, что в совокупности с ценовым преимуществом позволит компании заместить импортные аналоги на российском рынке и осуществить планы по выходу Фармсинтеза на рынки США и Европы.

Препарат	Фаза	Начало продаж в РФ (план)	Применение	Прогноз продаж в РФ в 2015 году, \$ млн
Virexxa®	2	2013	противоопухолевое средство	10 (в ЕС)
Ribavirin	-	2012	противовирусное средство (за исключением ВИЧ)	1,8
Fludarabin	-	2012	противоопухолевое средство	2,4
Kladribin	-	2012	средство для лечения рассеянного склероза	0,5
MyeloXEN®	1	2013	терапия рассеянного склероза	21
HIVirin®	-	2013	лечение ВИЧ	2,1
PulmoXEN®	1	2013	муковисцидоз	6



Рынок препаратов для лечения онкологических, респираторных заболеваний, рассеянного склероза и ВИЧ один из самых емких, что обусловлено высокой распространенностью данных заболеваний во всем мире. При этом на сегодняшний день существует не так много эффективных препаратов для лечения этих болезней.

На данный момент существует один препарат для лечения муковисцидоза – Pulmozim, – производимый швейцарской компанией Roche. Продажи препарата в мире в 2009 году составили \$480 млн. В России госпитальные закупки удовлетворяют всего 8% потребностей в Пульмозиме. В связи с этим, мы высоко оцениваем перспективы PulmoXEN на отечественном рынке. А учитывая распространенность муковисцидоза во всем мире мы ожидаем успешного выхода препарата за рубеж.

Одним из наиболее востребованных препаратов для лечения рассеянного склероза на сегодняшний день является препарат Сорахоне, производимый израильской компанией TEVA. Продажи препарата в мире в 2009 году составили \$2,83 млрд, из них \$1,917 млрд пришлось на США и \$0,9 млрд – на другие страны. Фармсинтез разрабатывает улучшенный аналог Копаксона – MyeloXEN. Эксклюзивная технология производства позволит значительно улучшить свойства препарата, повысив его эффективность. Это открывает перед Фармсинтезом обширные перспективы как по распространению MyeloXEN в России, так и по выходу его на рынок США и Европы.

С 2011 г. на российском рынке появится единственная таблетированная форма препарата для лечения рассеянного склероза – препарат Мовектро® производства Merck, содержащий кладрибин. Преимущества такой формы заключаются в возможности избежать болезненных инъекций и появления гриппоподобных симптомов, связанных с приемом некоторых классических препаратов для лечения РС. Фармсинтез с 2012 года планирует запустить улучшенный аналог Кладрибина. Учитывая низкий уровень конкуренции и преимущества формы выпуска, ожидается, что препарат получит широкое распространение среди целевой аудитории.

Конкурентное окружение

Фармсинтез осуществляет свою деятельность в области тонкого органического синтеза и обладает уникальными производственными мощностями, позволяющими осуществлять полный цикл производства от лабораторных разработок молекул до производства и коммерциализации готовых препаратов. У компании высоко развито R&D направление, и она делает упор на разработку собственных активных фармацевтических субстанций, которые заменят дорогие импортные аналоги.

Преимущество препаратов Фармсинтеза заключается в их улучшенных свойствах, которые достигаются за счет инновационных технологий производства, что снижает токсичность лекарственных средств, выделяя препараты Фармсинтеза на фоне конкурентов. В этом отношении конкуренцию Фармсинтезу могут составить только глобальные компании, имеющие сильное R&D подразделение и также делающие упор на инновационные разработки. Однако ценовое преимущество остается за Фармсинтезом, открывая перед компанией возможности как по импортозамещению в России, так и по выходу за рубеж.

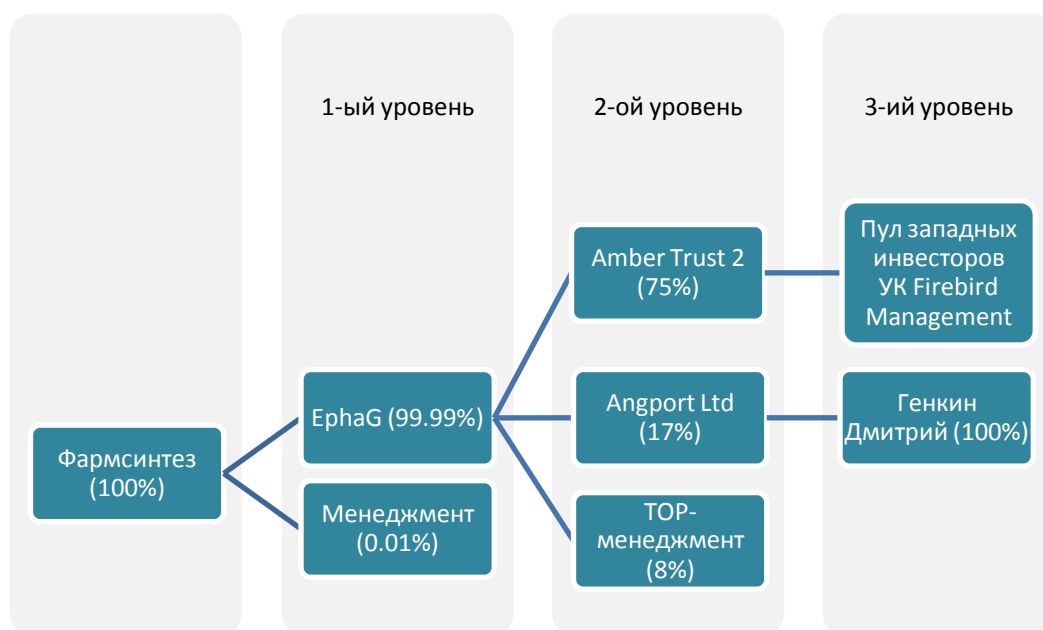
Компания	Препарат конкурента	Препарат Фармсинтеза	Примечание
Глобальные компании			
Roche (Швейцария)	Pulmozim®	PulmoXEN®	компания международного уровня, производящие узнаваемые и популярные бренды. Обладают сильным R&D и имеют обширные возможности по продвижению продукции. Разработки Фармсинтеза превосходят аналоги по эффективности. Ценовое преимущество позволит повысить доступность препаратов для населения.
Merck KGaA (США)	Мовектро®	Кладрибин	
TEVA (Израиль)	Сораконе®	MyeloXEN®	
Локальные производители			
Полисан	Циклоферон	Неовир	Циклоферон популярен на рынке за счет своей цены. Однако вероятность возникновения побочных эффектов велика, что приводит к постепенному смещению спроса в сторону Неовира
ХимРар	инновационные разработки для лечения СПИДа, заболеваний ЦНС, онкологии и гепатита С	HIVirin®, Fludarabin, Kladribin, Sehydrin®	часть разработок финансируются за счет Роснано, в настоящее время компания находится в поисках соинвестора
СКТБ «Технолог»	-	-	производят продукцию тонкого органического синтеза, композиционных материалов и устройств, лекарственных субстанций, полимерных композиций и др., имеют сильно диверсифицированный бизнес. При этом фармацевтика - непрофильное направление, специализируются на производстве дженериковых препаратов

SWOT-анализ

Компания обладает рядом преимуществ по сравнению с конкурентами и значительным потенциалом развития благодаря уникальным производственным возможностям и развитому инновационному портфелю препаратов. Однако деятельности Фармсинтеза как и любому фармацевтическому производителю присущи определенные риски, связанные в основном с внешними факторами.

S (Сила)	W (Слабость)
<ul style="list-style-type: none"> • Технологический лидер среди малой фармы (4 уникальные линии производства субстанций) • Продуманная стратегия развития и инвестиционная программа для быстрого роста бизнеса • Портфель эффективных технологий производства HVA-дженериков в социально значимых нозологиях (биокаталитический синтез) • R&D-портфель высокомаржинальных инновационных вакцин и препаратов BioBetter • В РФ не производят субстанций аналогов нуклеозидов, которые планирует производить компания • Квалифицированный менеджмент/акционеры и сильная научная команда (в т.ч. R&D) • Узнаваемые и популярные бренды препаратов, по качеству превосходящие аналоги • География продаж выходит за границы РФ • Совместное производство 2-х инновационных вакцин по госконтракту в рамках фармацевтической стратегии РФ до 2020 г. • Европейский GMP и ISO 9001:2008 • Качественный референс-список в области производства на заказ по custom R&D/Manufacturing (в т.ч. западные клиенты) • Эффективная стратегия вывода препаратов на рынки ЕС и США (использование преимуществ «Орфанного статуса») • Уже проводится международное предрегистрационное клиническое испытание Virexxa® (также подается заявка на статус орфанного в EMEA и FDA) 	<ul style="list-style-type: none"> • Нет собственного производства ГЛС • Неразвита эффективная система продвижения и дистрибуции • Отсутствие опыта вывода и продвижения препаратов на рынках ЕС и США
O (Возможности)	T (Угрозы)
<ul style="list-style-type: none"> • Значительное сокращение издержек и повышение маржи за счет строительства собственного производства ГЛС (при этом «высвобождение» оборотного капитала) • Развитие сети медицинских представителей • Вывод на рынок ЕС препарата Virexxa® • Успешное прохождение клинических испытаний 3-х инновационных препаратов и 3-х вакцин • Включение существующих и новых препаратов в программу государственных закупок (увеличение объемов закупок) • Экспорт HVA-дженериков • Продажа лицензий на производство инновационных препаратов иностранным фармацевтическим компаниям • Привлечение клиентов, заинтересованных в биокаталитическом синтезе новейших нуклеозидов (разработка новых высокомаржинальных продуктов) • Дополнительные госконтракты на разработку дополнительного ряда препаратов • Доступ к новым рынкам (Европа, США) и новым перспективным инновационным технологиям/патентам и портфелям препаратов за счет удачных поглощений (2-е выбранные компании) • Финансовая и производственная синергия с поглощенными в будущем компаниями 	<ul style="list-style-type: none"> • Обострение конкуренции со стороны как западных, так и российских фармацевтических компаний • Риск отрицательных результатов клинических испытаний • Риск прекращения дальнейшего сотрудничества с государством и неполучения заказов и финансирования на новые разработки • Административные и законодательные барьеры в странах СНГ и ЕС • Снижение темпов роста (<10% в год) фармацевтического рынка РФ за счет слабого спроса со стороны населения и государства

Структура акционерного капитала



Amber Trust II

Amber Trust II S.C.A. – это €150 миллионный buyout/private equity фонд для глобальных институциональных инвесторов высокого класса. Был запущен в январе 2005 года. Цель фонда – генерировать долгосрочный прирост капитала, инвестируя преимущественно на рынке стран Балтии, а также в близлежащих регионах, включая Россию. Amber Trust II S.C.A. зарегистрирован в Люксембурге и регулируется Люксембургской Комиссией по Наблюдению за Финансовым Сектором (Luxembourg’s Commission de Surveillance du Secteur Financier). Учредителями фонда являются Firebird Management LLC и Danske Capital AS.

Firebird Management LLC (www.fbird.com)

Firebird управляет девятью фондами, инвестирующими в акции на развивающихся рынках. В первую очередь с акцентом на страны СНГ, Балтии, Восточную Европу, а также в другие emerging markets. Инвесторами являются крупные финансовые учреждения и «high net worth» персоны, прежде всего из США, Европы и Азии.

Danske Capital AS

Danske Capital AS – глобальная управляющая компания, осуществляющая свою деятельность на рынке стран Северо-Восточной Европы. Danske Capital AS имеет более 120 подразделений, расположенных в Дании, Люксембурге, Швеции, Норвегии, Финляндии, Эстонии и Литве.

На конец 2009 г. компания управляла более чем €66 млрд как институциональных инвесторов всего мира, так и розничных клиентов.

Firebird Management LLC и Danske Capital AS, ориентируясь преимущественно на страны Балтии и Россию, признали Фармсинтез единственным инвестиционно привлекательным российским биофармацевтическим активом.

Генкин Дмитрий Дмитриевич – председатель Совета директоров, акционер



Закончил Санкт-Петербургскую государственную медицинскую академию. Имеет более чем 15-летний опыт производства лекарственных средств и создания новых лекарственных препаратов.

С 1993 года возглавлял ряд крупнейших фармацевтических компаний, среди которых Фармавит (занимал около 27% российского фармацевтического рынка), Liroxen PLC (Великобритания), FDS Pharma LLP (Великобритания). Также входит в наблюдательный совет EPhaG AS и ОАО «Институт стволовых клеток человека».

В 1998 году стал обладателем серебряной медали Российской Академии Естественных наук. В 2006 году основанная им компания Liroxen PLC получила Британскую премию лучшего предпринимателя в сфере биотехнологий.

Романов Вадим Дмитриевич – генеральный директор, член Совета директоров



Закончил Санкт-Петербургскую Педиатрическую академию. Имеет более чем 20-летний опыт производства лекарственных средств.

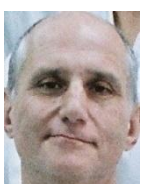
В 1992-1994 годах являлся помощником председателя Комитета Здравоохранения мэрии Санкт-Петербурга, возглавлял детский диагностический центр, впоследствии занял должность генерального директора Фармавита. В настоящее время является членом правления EPhaG AS и генеральным директором Фармсинтеза.

Автушенко Сергей Сергеевич – директор по инновациям



Закончил Санкт-Петербургскую государственную медицинскую академию. Имеет 15-летний опыт производства лекарственных средств и создания лекарственных препаратов. С 1993 года занимал высокопоставленные должности в ЗАО «Научно-исследовательские лаборатории ASGL», возглавлял Фармсинтез, входил в правление Фармавита. В настоящее время является директором по инновациям Фармсинтеза.

Щербинин Михаил Борисович – заместитель директора по инновациям



Закончил Ленинградский технологический институт имени Ленсовета, получив квалификацию «Инженер-химик-технолог» по специальности «Химия и технология органических соединений азота (ХТОСА)». Кандидат химических наук. Является автором более 80 научных статей и обзоров в ведущих отечественных и зарубежных журналах, 4 учебных пособий. Соавтор 7 изобретений и 2 патентов РФ на способы получения лекарственных препаратов. С 1983 года является научным редактором Журнала органической химии РАН.

Более 30 лет работал в ЛТИ им. Ленсовета (ныне Санкт-Петербургский государственный институт) на кафедре ХТОСА, начиная с должности младшего научного сотрудника и дойдя до руководителя Лаборатории физико-химического анализа. Также возглавлял сектор в специальном конструкторско-технологическом бюро «Технолог» того же института.

С 1998 года работает в Фармсинтезе руководителем аналитической группы. С 2002 года возглавил центр контроля качества, с 2008 года стал руководителем Химической научной группы. В настоящее время – заместитель директора по инновациям.

Генкин Дмитрий Дмитриевич – председатель Совета директоров

Романов Вадим Дмитриевич – генеральный директор

Говард Фишер – независимый член Совета директоров



Степень магистра (MBA) получил в University of Chicago, бакалавра – в The Wharton School, University of Pennsylvania.

Занимал высокопоставленные должности в Silverback asset management, SCO Financial Group. Является президентом и соучредителем стратегической консалтинговой компании HSF Business Advisors LLC (Нью-Йорк).

В Фармсинтезе курирует международные проекты общества, в том числе экспансию Фармсинтеза на зарубежные рынки и приобретение фармацевтических и научно-исследовательских компаний в странах Евросоюза, Израиле и США.

Мирослав Равич – независимый член Совета директоров



Закончил University of Belgrade, Yugoslavia (бакалавр и магистр медицинских наук (специализация по клинической фармакологии и терапии)). В Medical College of St. Bartholomew's Hospital, University of London получил степень кандидата медицинских наук, а также защитил диплом по клинической фармакологии.

Занимал пост исполнительного директора в Antisoma Research Limited, LipoNova AG и Affimed Therapeutics AG. Является учредителем и управляющим директором Pharma Integra Limited и соучредителем и исполнительным директором MGB Biopharma Limited.

Член Британского фармакологического общества, член Американского общества клинических фармакологов и член Американского общества клинической онкологии. В Фармсинтезе курирует международную программу клинических исследований компании, в связи с выводом инновационных препаратов за рубеж.

Индрек Касела



Закончил University of Tartu (бакалавр юридических наук) и New York University (магистр юридических наук). Входит в наблюдательный совет крупных прибалтийских предприятий, среди которых AS Premia Foods, Salva Kindlustuse AS, AS Toode, Elke Grupi AS, AS PKL, EPhaG AS и др. С 2003 года – партнер фонда Amber Trust. Является ответственным лицом по развитию деятельности фонда в Эстонии, Латвии и России.

Эрик Хаавамяэ



Закончил Таллиннский технический университет. С 2004 года входит в наблюдательный совет крупных прибалтийских предприятий, среди которых AS Premia Foods, Saaremere Kala AS, Vettel OU, AS Toode и др. Является членом правления AS EPhaG.

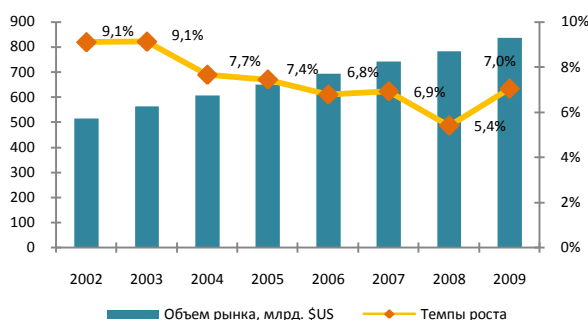
Стивен Горелик



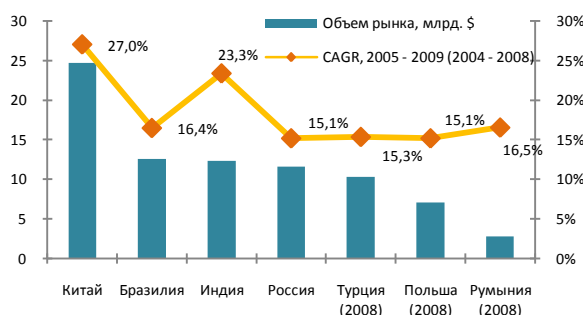
Степень магистра (MBA) получил в Columbia Business School, бакалавра – в Carnegie Mellon University. Получил CFA. С 2006 года является портфельным управляющим в Firebird Management, а с 2007 года входит в наблюдательный совет AS EPhaG.

Мировой фармацевтический рынок

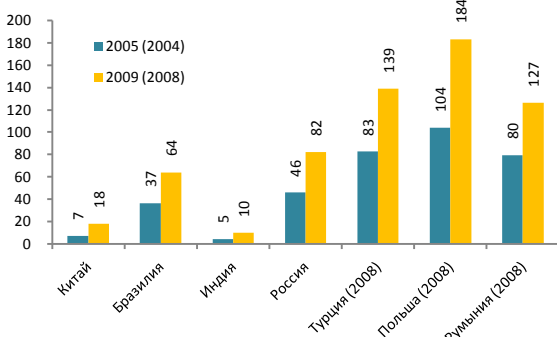
Мировой фармацевтический рынок (включая аудированные IMS и неаудированные рынки)



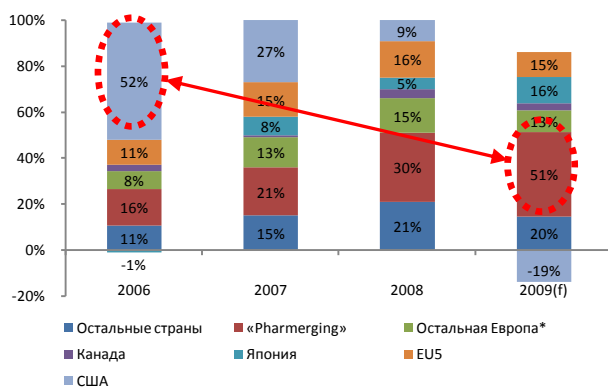
Объем розничного рынка ГЛС, 2009 (2008)



Потребление лекарств на человека, \$US



Вклад стран в рост фармацевтического рынка



Финансовый кризис не оказал значительного влияния на мировой фармацевтический рынок. Он продолжал расти, несмотря на то, что в кризисные месяцы темпы роста несколько сократились. В 2009 году мы наблюдали восстановление темпов до предкризисного уровня. Эксперты считают, что в 2010 году рост продолжится. Утверждать это позволяют макроэкономические факторы. По прогнозам IMS Health CAGR с 2009 года по 2014 год должен составить от 5% до 8%. Это значит, что в 2014 году объем рынка может достигнуть показателя от \$1 069 млрд. до \$1 230 млрд.

Наибольший интерес, на наш взгляд, представляют так называемые «pharmerging markets»² и некоторые страны Восточной Европы. Так как темпы роста фармацевтических рынков развитых стран снижаются от года к году, на развивающиеся рынки все пристальнее смотрят мультинациональные фармацевтические корпорации, для которых эти рынки стали стратегическим приоритетом на ближайшие десятилетия.

Компании, которые смогут эффективно позиционировать себя на этих рынках, первые пожнут плоды ускоренного роста. Потребление фармацевтической продукции на человека в pharmerging markets значительно отстает от потребления в развитых странах. Это дает основания полагать, что по мере увеличения национального богатства этих стран, улучшения проникновения медицины в нецентральные районы и увеличения степени доступности медицины, объем продаж в этих регионах будет значительно расти.

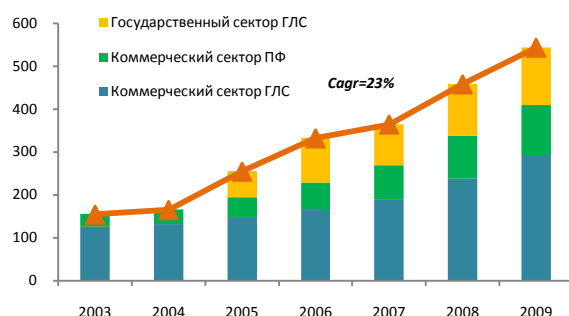
Потребление в Польше и Румынии несколько лет назад практически совпадает с текущим потреблением в России сегодня. Мы считаем, что потребление в РФ будет расти ускоренными темпами и уже через 5-7 лет может достичь уровня потребления стран Восточной Европы.

США, до сих пор являясь самым крупным фармацевтическим рынком в мире, занимают все меньшую долю в общем росте рынка. Пальма первенства по этому показателю переходит к «pharmerging markets», куда входит и Россия.

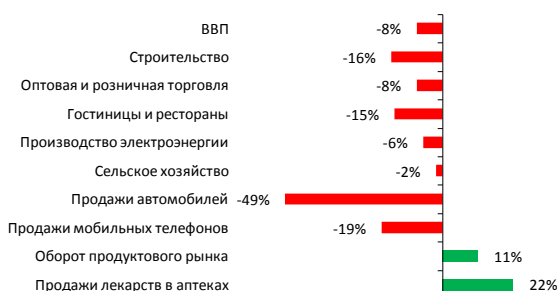
² Термин, введенный IMS Health для обозначения группы стран, которые показывают наиболее высокие темпы роста фармацевтического рынка. В эту группу входят Китай, Индия, Бразилия, Россия, Мексика, Турция, Южная Корея.

Российский фармацевтический рынок

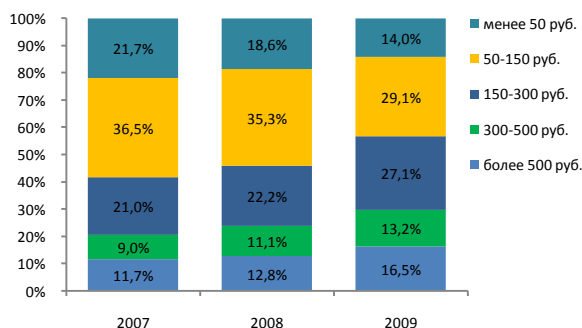
Объем российского фармрынка, млрд руб.



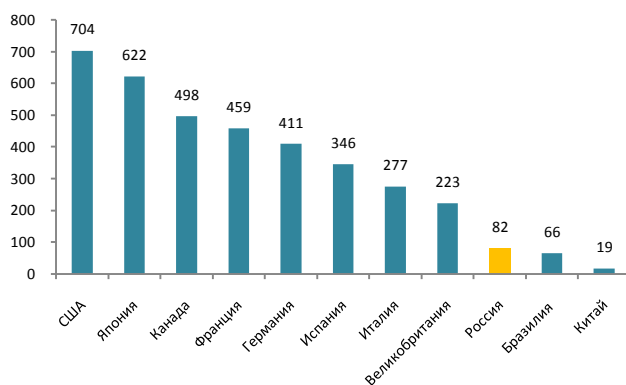
Общая динамика секторов экономики



Ценовая структура рынка



Среднедушевое потребление в России и развитых странах, долл/год



Российский фармацевтический рынок демонстрирует долгосрочный растущий тренд со среднегодовым темпом роста с 2003 г. на уровне 23%. Благополучно для него прошел и кризисный 2009 год. В то время как ВВП страны снизился на 8% коммерческие продажи лекарственных средств выросли на 22%.

С 2005 г. существенный вклад в рост рынка внесло государство, начав реализацию программы льготного лекарственного обеспечения некоторых категорий граждан. За 4 года CAGR госзакупок составил 22%.

Среди наиболее активно растущих групп, согласно АТС-классификации, препараты для лечения заболеваний респираторной системы и противоопухолевые препараты и иммуномодуляторы. Среднегодовой темп роста продаж этих групп в 2004-2009 годах составил 16,77% и 19,07% соответственно, что выше, чем другие препараты и рынок в целом. Компании, занимающиеся разработкой этих лекарств, имеют возможность получать сверхдоходы.

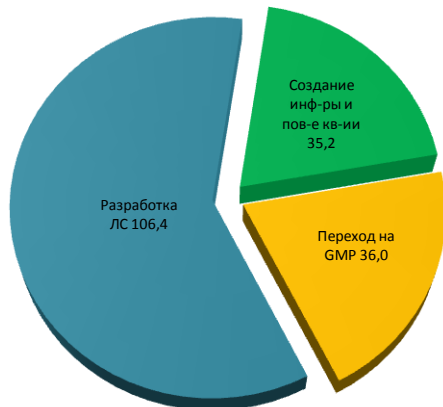
Наш рынок остается высоко зависимым от импорта. Доля импортных препаратов в стоимостном объеме составляет 76%. Учитывая рост стоимости бивалютной корзины в кризисные годы, это привело к удорожанию лекарств и изменению ценовой структуры коммерческого рынка ГЛС. В результате доля дорогостоящих препаратов (дороже 150 рублей за упаковку) за 2 года выросла с 41,7% в 2007 году до 56,8% в 2009 году.

Тенденция роста доли дорогих лекарств наблюдалась и ранее, но более скромными темпами и преимущественно за счет роста благосостояния населения.

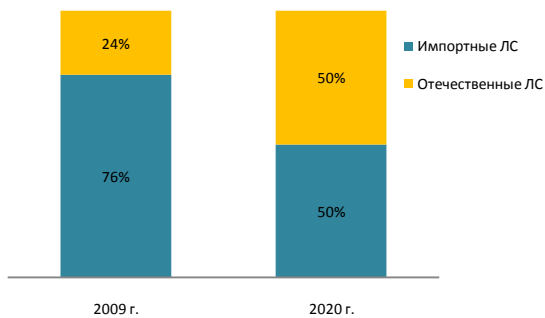
Несмотря на активный рост отечественного фармацевтического рынка, он значительно отстает от развитых фармрынков США и Европы. По данным IMS Health в 2009 г. среднедушевое потребление лекарств в России составило \$82 против \$704 в США и \$343 в среднем в Европе. При этом темпы роста этого показателя остаются одними из самых высоких в мире – за 3 года потребление лекарств на человека в России выросло на 39% в то время как в Европе рост составил от 10% до 28%, а в США – всего 7,2%.

Драйверы роста рынка

Объем госфинансирования, млрд руб.



Целевая структура рынка



Мы выделяем следующие факторы роста российского фармацевтического рынка:

Долгосрочный рост государственных закупок лекарственных средств не менее чем на 5% в год

Рост за счет страховой реформы в здравоохранении (больше проникновение и сумма страхования)

Смещение государственных закупок в сегмент российских лекарств с одновременным стимулированием их создания и производства (доведение доли отечественных лекарств до 50% в стоимостном выражении к 2020 году)

Долгосрочный рост ВВП > 4% в год

Рост реальных доходов населения >10% в год (50% – средний класс)

Рост доли населения старше трудоспособного возраста (+~3-4% за 10 лет)

Рост средней стоимости упаковки не менее чем на 3-5% за счет покрытия затрат перехода отрасли на GMP

Рост заболеваемости в социально значимых нозологиях

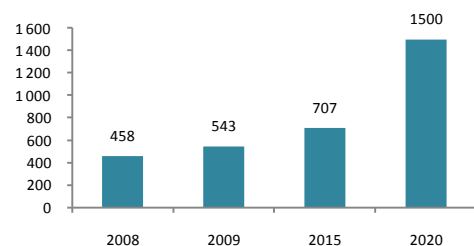
Государственная программа развития отрасли «Фарма-2020» с выделением значительного финансирования (цели – инфраструктура, производство, R&D)

Макроэкономические факторы и стимулирование фармацевтической отрасли государством позволят увеличить проникновение медицины в регионы, а также ее доступность, благодаря импортозамещению. В совокупности с ростом благосостояния населения и экспортного потенциала фармацевтической отрасли данные меры приведут к увеличению емкости рынка и росту среднедушевого потребления лекарственных препаратов. В результате потребление лекарств на человека в год достигнет в перспективе 3-5 лет показателей Восточной Европы (\$150-200). В более долгосрочном горизонте оно может увеличиться до уровня западноевропейских стран (\$300-400).

Основные мероприятия реализации Фарма-2020

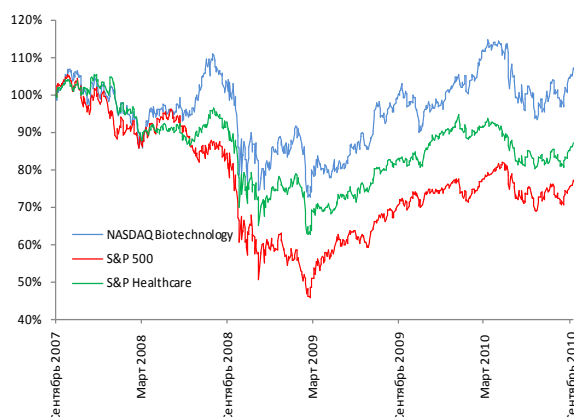


Российский фармрынок, млрд руб.

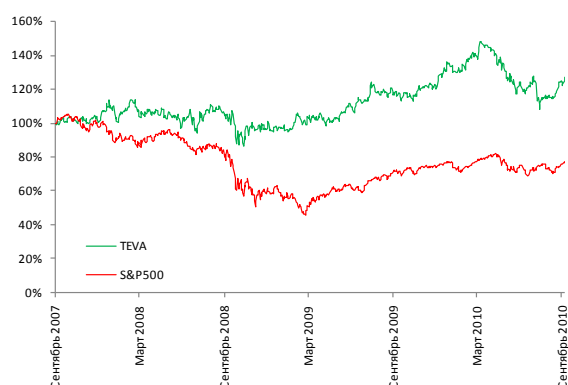


Фондовый рынок и рынок биотехнологий

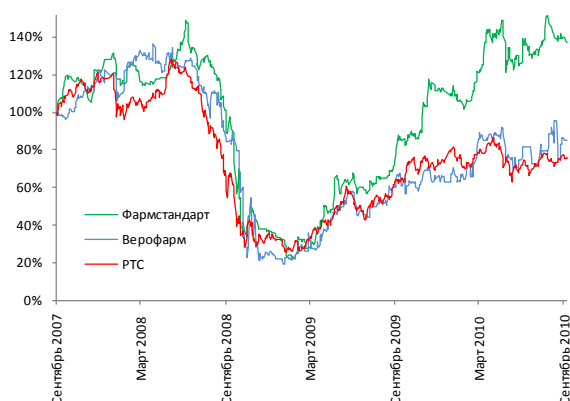
Динамика индекса биотехнологий в сравнении с S&P500



Динамика акций TEVA в сравнении с S&P500



Динамика акций Фармстандарта и Верофарма в сравнении с РТС



NASDAQ Biotechnology Index включает более 200 компаний, ведущих свою деятельность в области разработок инновационных лекарственных препаратов и методов их доставки в организм. В его расчет входят акции компаний, стоимость которых определяется во многом препаратами, улучшенные формулы которых разрабатываются Фармсинтезом, таких как TEVA Pharmaceutical, Biogen Idec и др.

Динамика индекса биотехнологий на протяжении 3 лет демонстрирует лучшие показатели, нежели чем у рынка в целом.

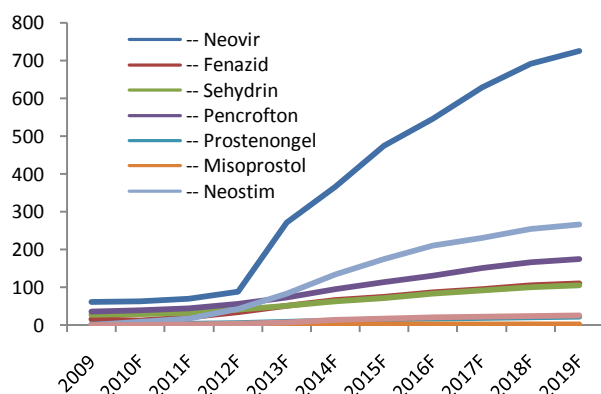
Акции TEVA Pharmaceutical, 25% выручки которой приходится на препарат для лечения рассеянного склероза Копаксон®, превосходят индекс широкого рынка S&P500 на протяжении всей истории торгов акциями компании.

Отечественный фармацевтический рынок, пока еще слабо представленный на фондовых площадках и состоящий преимущественно из производителей дженериковых препаратов, также демонстрирует хорошую динамику по сравнению с индексами.

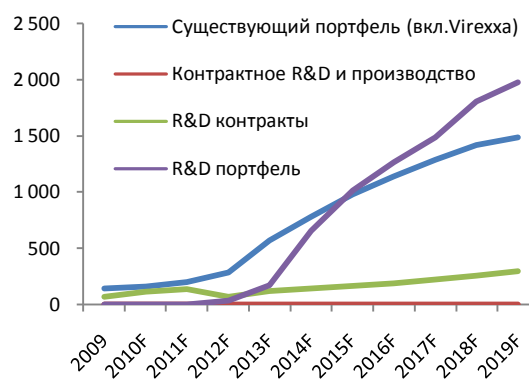
Прямых аналогов Фармсинтеза на российском фондовом рынке пока нет. Фармсинтез – первая биофармацевтическая компания, обладающая инновационным портфелем препаратов и выходящая на публичный рынок. Основные риски, связанные с инвестированием в акции компании, заключаются в успешности проведения клинических испытаний, на фоне информации о которых возможна значительная волатильность акций. Однако учитывая опыт западных торгующихся биофармацевтических компаний, а также перечисленные факторы роста российского фармрынка, мы считаем, что Фармсинтез имеет все предпосылки для роста капитализации выше рынка.

Финансовые проформы

Прогноз выручки компании по существующему портфелю продуктов, млн руб.



Прогноз выручки компании по направлениям, млн руб.



Прогнозный Отчет о прибылях и убытках для существующего портфеля и направлений деятельности

Млн рублей	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Чистые продажи	228,4	271,6	333,8	344,8	673,4	895,8	1115,1	1292,9	1468,0	1628,4	1738,8
Себестоимость продукции	(154,6)	(179,1)	(218,3)	(133,4)	(262,1)	(340,0)	(419,0)	(485,9)	(553,1)	(618,7)	(671,5)
Валовая прибыль	73,84	92,47	115,51	211,36	411,22	555,79	696,18	807,02	914,90	1 009,72	1067,23
R&D	(0,00)	(9,80)	(12,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)	(15,00)
Маркетинг	(26,01)	(33,10)	(39,91)	(38,83)	(71,27)	(91,15)	(111,24)	(124,08)	(137,23)	(150,97)	(166,81)
SG&A	(31,44)	(20,20)	(22,17)	(24,38)	(26,82)	(29,50)	(32,45)	(35,70)	(39,27)	(43,20)	(47,52)
EBITDA	35,28	65,81	100,63	198,12	364,15	487,21	605,61	701,40	793,62	871,82	910,23
Амортизация основных средств (Depreciation)	(18,67)	(36,22)	(58,97)	(64,75)	(65,80)	(66,85)	(67,90)	(68,95)	(70,00)	(71,05)	(72,10)
Обесценение гудвилла	(0,223)	(0,22)	(0,22)	(0,22)	(0,22)	(0,22)	(0,22)	(0,22)	(0,22)	(0,22)	(0,22)
Прибыль до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ)	9,26	27,97	41,43	133,15	298,13	420,14	537,49	632,23	723,40	800,55	837,91
Проценты по банковским кредитам	(3,0)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Проценты на денежные средства и их эквиваленты	0	0,08	0,09	0,10	0,15	2,64	8,27	15,37	23,78	33,35	43,88
Налогооблагаемая прибыль (Pre-tax income)	6,23	28,04	41,52	133,25	298,29	422,78	545,76	647,60	747,18	833,90	881,79
Налог на прибыль (Income taxes)	7,82	(5,61)	(8,30)	(26,65)	(59,66)	(84,56)	(109,15)	(129,52)	(149,44)	(166,78)	(176,36)
Чистая прибыль до распределительных выплат (Net income)	14,04	22,44	33,22	106,60	238,63	338,22	436,61	518,08	597,75	667,12	705,43
Доля меньшинства (Minority interest)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Чистая прибыль	14,04	22,4	33,2	106,6	238,6	338,2	436,6	518,1	597,7	667,1	705,4

Расчет свободного денежного потока (free cash flow) для существующего портфеля и направлений деятельности

Млн рублей	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Прибыль до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ)	27,97	41,43	133,15	298,13	420,14	537,49	632,23	723,40	800,55	837,91
Налог на прибыль	(5,6)	(8,3)	(26,7)	(59,7)	(84,1)	(107,5)	(126,5)	(144,7)	(160,2)	(167,6)
Прибыль после налогообложения (ЕБИАТ)	22,33	33,10	106,48	238,46	336,07	429,95	505,74	578,68	640,39	670,28
(+) Амортизация основных средств	36,22	58,97	64,75	65,80	66,85	67,90	68,95	70,00	71,05	72,10
(+) Амортизация нематериальных активов	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22	0,22
(-) Капитальные расходы	(350,00)	(105,00)	(10,50)	(10,50)	(10,50)	(10,50)	(10,50)	(10,50)	(10,50)	(10,50)
(-) Увеличение рабочего капитала	(14,2)	(45,7)	25,9	(105,1)	(68,2)	(68,0)	(56,1)	(55,6)	(52,4)	(38,6)
(+) Прирост прочих долгосрочных обязательств	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08	0,08	0,08
(-) Прирост прочих долгосрочных активов	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Чистый денежный поток	-305,83	-58,76	186,42	188,42	324,03	419,18	507,87	582,31	648,34	693,02

Оценка стоимости (pre-money)

Компания «Фармсинтез» была оценена методом, становящимся уже классическим на западе для оценки фармацевтических и биотехнологических компаний. Компании наряду с существующими препаратами, имеющими историю продаж и понятные перспективы, также имеют патенты на инновационные препараты и/или оригинальные формулы молекул. Для целей адекватной оценки таких компаний применяется двухфазная оценка стоимости. На первой фазе оценивается стоимость денежных потоков от существующего продуктового портфеля. На второй фазе происходит оценка стоимости вероятных денежных потоков, которые может сгенерировать перспективный/R&D продуктовый портфель в ближайшем будущем.

На первой фазе мы применили классические методы: DCF, рыночные мультипликаторы (multipliers), сделки (M&A).

На второй фазе – один из вариантов опционных моделей, в частности модель BlackScholes. По нашему мнению, она наиболее понятно и точно отражает потенциальную стоимость новых препаратов.

В итоге мы получили диапазон справедливой стоимости акционерного капитала. При этом цена 1 акции дополнительной эмиссии определена, исходя из диапазона справедливой стоимости 1 акции текущего акционерного капитала (49.5 млн. штук).

Стоимость акционерного капитала, млн рублей	Доля, %	
DCF (вес 50%)		1324.4
M&A (вес 25%)		732.32
Multipliers (вес 25%)	64.2%	654.93
Среднее значение операционной стоимости	73.4%	1 009.01
+Стоимость портфеля инновационных продуктов	26.6% (35.8%)	366
Справедливая стоимость (взвешенное)	100%	1 375
Справедливая стоимость 1 акции (49.5 млн шт.), рублей		27.77
Справедливая стоимость (мультипликаторы)	100%	1 021
Справедливая стоимость 1 акции (49.5 млн шт.), рублей		20.62

DCF

Финансовой базой для расчетов мы взяли данные на конец 2009 года и не стали использовать оценки за 2010 год. В основе прогноза выручки мы заложили детальную оценку перспектив каждого из уже существующих препаратов. При этом был выбран консервативный сценарий развития с целью снижения риска завышения стоимости Компании при размещении и оценки реалистичности выполнения менеджментом планов, основанных на заложенных в прогнозах цифрах.

DCF (база-отчетность за 2009 год)	20.0%
Приведенная стоимость Free Cash Flow	688,43
Терминальная стоимость (рост 2%)	634,26
Операционная стоимость компании	1 322,68
(-) Суммарный Долг	(3,4)
(+) Наличные денежные средства	5,1
(-) Доля меньшинства	0
Стоимость собственного капитала	1324,40
Приведенная стоимость FCF в % к операционной стоимости компании	52%
Терминальная стоимость компании в % к операционной стоимости компании	48%

WACC	19.9%
Безрисковая ставка (Russia, 2028)	6.16%
Доходность Индекс РТС	18.02%
Безрычаговая Бета (Drugs)	0.99
Налоговая ставка	20%
D/E	5.2%
Рычаговая Бета	1.031
E/(E+D)	95%
CAPM	18.4%
Стоимость займов	11.0%
Риск-премия	2%

Multipliers

Мы выбрали наиболее схожие по сфере деятельности, продуктивному портфелю и выручке западные life science компании. В основном, это представители развитых экономик. В тоже время мы не стали отрываться от российской действительности и показали, какова будет стоимость Компании при сравнении с отечественными фармацевтическими производителями. Несмотря на то, что их только с большим приближением можно назвать аналогами, мы включили их в свои расчеты окончательной стоимости.

Оценка по Multipliers

В оценке по мультипликаторам мы использовали следующие подходы:

1. оценили Компанию, исходя из коэффициентов P/S и EV/EBITDA для более чем 50-ти биофармацевтических и более чем 300-та фармацевтических компаний с emerging markets.
2. отобрали компании-аналоги с максимально близким профилем и продуктовой линейкой, а также с сопоставимыми продажами и капитализацией. Далее, произвели сравнение, но только по P/S по причине отрицательных EBITDA у большинства компаний.
3. охватили вниманием российские компании, которые, на наш взгляд, являются аналогами в далеком приближении, т.к. они относятся больше к дженериковым производителям со значительно превосходящей рыночной капитализацией. Сектор биотехнологических и биофармацевтических компаний в РФ не представлен.

Подход	Оценка собственного капитала, млн руб.	Вес, %
№1	725.95	40
№2	660.10	40
№3	578.74	20
Итого	654.93	100

Подход №1. Отраслевые коэффициенты. Среднее значение 725.95 млн. рублей.

Industry (Emerging Markets)	P/S	EV/EBITDA
Biopharmaceuticals (1)	5.43	22.49
Pharmaceuticals (2)	3.09	10.3
вес 1	0.4	
вес 2	0.6	
Среднее значение	4.0x	15.2x
Multipliers	P/S	EV/EBITDA
Фармсинтез	228.4(S)	35.3 (EBITDA)
Мультипликаторы	4.0x	15.2x
Оценка P и EV	913.6	536.6
Оценка собственного капитала	913.6	538.3

Мы условно определили веса 40% на 60%, отражающие на сколько компания сегодня находится в секторе био- и классической фармацевтики.

Подход №2. Коэффициенты аналогов (в большинстве биофармацевтические компании).

Компании пригодные для расчетов (оценка только по P/S по причине EBITDA<0).

Компания	P/S	Multipliers	P/S
Gentium SpA	5.47x	Фармсинтез	228.4 (S)
Medigene AG	2.27x	Мультипликаторы	2.89x
Entremed Inc	4.98x	Оценка собственного капитала	660.1
GenVec Inc	4.52x		
Trubion Pharmaceuticals Inc	5.03x		
Lpath Inc	2.50x		
Среднее значение	2.89x		

Подход №3. Коэффициенты условных аналогов из РФ. Среднее значение 578.74 млн. рублей

Компания	P/S	EV/EBITDA
Фармстандарт	3.78x	9.12x
Верофарм	2.89x	9.64x
Среднее значение	3.64x	9.19x

Оценка стоимости (pre-money)

M&A

Глобальный рынок слияний и поглощений в сфере life science с каждым годом набирает обороты и выглядит весьма репрезентативно в качестве базы для оценки. Мы использовали ряд недавних сделок, которые, на наш взгляд, весьма четко отражают количественную оценку перспектив быстрорастущих компаний-целей компаниями-покупателями.

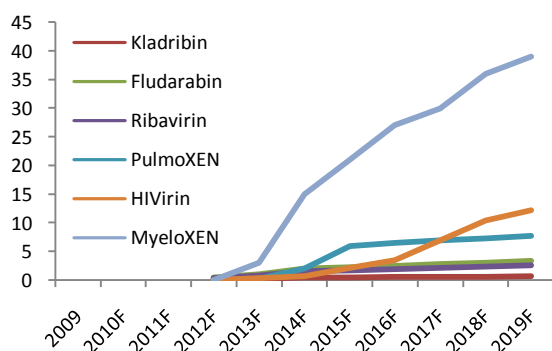
M&A	Target Price/ S	Target Price/EBITDA
Фармсинтез	228.4 (S)	35.3 (EBITDA)
Мультипликаторы	4.51x	12.31x
Оценка собственного капитала	1030.1	434.54

Среднее значение 732.32 млн. рублей

BlackScholes (весь R&D-портфель с учетом продаж только в РФ оценен в 366 млн рублей)

Данная модель достаточно стандартна. Основные переменные регламентированы. Горизонт прогнозирования был взят как 15-ти летний период, т.к. несмотря на действия патентной защиты и в дальнейшем, не исключаем, что на рынке могут появиться более сильные конкуренты. Стоимость всего R&D-портфеля «Фармсинтез» определяется суммой стоимостей 6-ти инновационных препаратов.

Прогноз продаж инновационных препаратов, \$ млн



Препарат	Оценка стоимости (только на территории РФ), \$ млн
PulmoXEN®	0.624
MyeloXEN®	5.738
HIVirin®	3.911
Kladribin	0.260
Fludarabin	0.702
Ribavirin	0.580
	11.815

Метод оценки	Вес метода, %	Операционная стоимость, млн рублей	Стоимость портфеля инновационных продуктов, млн рублей	Суммарная стоимость акционерного капитала, млн рублей
Дисконтирование денежных потоков (DCF)	50%	1324.4	366	1690.4
M&A сделки	25%	732.3	366	1098.3
Рыночные мультипликаторы по индустрии	25%	654.9	366	1020.9

Контактная информация

Адрес:

101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 26а, стр. 1 (м.
«Чистые пруды», м. «Тургеневская»)

Телефоны и электронная почта:

Единый многоканальный телефон
+7 (495) 980 2498
+7 (800) 100 2332

Горячая линия клиента:
+7 (800) 100 4060

Трейдерский отдел:
+7 (495) 983 0089

Факс
+7 (495) 98-024-99

E-mail:
info@alor.ru

Сайт:
www.alor.ru

Адрес для корреспонденции:

101000, г. Москва, Главпочтамт, а/я «АЛОР»

Управление корпоративных финансов

Максим Дремин	Руководитель управления	MD@alor.ru
Артем Орлов	Руководитель отдела стратегических инвестиций и консалтинга	Orlov@alor.ru

Аналитическое управление

Станислав Фоменко	Руководитель управления	Fomenko@alor.ru
Дмитрий Лютягин	Зам. руководителя управления	Lyutyagin@alor.ru
Дмитрий Рамазанов	Начальник отдела анализа рынка акций	Ramazanov@alor.ru
Марина Иркили	Зам. начальника отдела анализа рынка акций	Irkli@alor.ru
Олег Зотиков	Старший аналитик	Zotikov@alor.ru
Дмитрий Машкин	Начальник отдела продвижения	Mashkin@alor.ru

Данный аналитический материал ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ». ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном аналитическом материале. ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном аналитическом материале, инвестиционно-банковских или иных услуг. Все права на данный материал принадлежат ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.