

Май 2024

Даниил Матюшин
d.matyushin@lmsic.com

Тикер	РВТУ
Текущая цена, руб.	255
Кол-во акций, шт.	4 775 902
Капитализация, руб.	1 217 855 010

Основные акционеры

Акционер	Доля УК, %
ПАО «Артген»	42,70%
И. В. Красильников	31,18%
А. А. Исаев	8,61%
Прочие инвесторы	17,52%

Финансовые показатели, млрд. руб

Показатели	2025*	2026*	2027*	2028*
Revenue	0.00	0.31	1.60	3.17
EBITDAR&D	-0.19	0.08	0.93	1.70
Earnings	-0.23	0.04	0.71	1.36
EBITDA Margin	-	25.8%	58.1%	53.6%
Net Margin	-	12.9%	44.4%	42.9%

*Прогноз компании РБТ

Описание компании

АО «Развитие биотехнологий» (далее РБТ) – российская биофармацевтическая компания, которая является дочерней структурой ПАО «Артген биотех» и специализируется на разработке вакцин. Основным активом РБТ является платформа «Бетусфера», которая используется для разработки противовирусных вакцин на основе рекомбинантных белков и сферических частиц адъюванта, применяемая для повышения ответной реакции организма на вирусные антигены, содержащиеся в вакцине. «Бетусфера» представляет собой сферические частицы размером 100-150 нм, полученные из природного бетулина, производного экстракта бересты, с помощью запатентованного компанией технологического процесса

По заявлению разработчиков платформа «Бетусфера» обладает рядом особенностей:

- 1) Вакцины, изготовленные на платформе «Бетусфера», более чем в 2 раза увеличивают иммуногенность вакцин – способность антигена вызывать иммунный ответ;
- 2) Платформенное решение позволяет более чем в 3 раза снизить необходимое количество антигена при сохранении высокого уровня иммуногенности;
- 3) Вакцины, производимые на платформе «Бетусфера» безопасны, так как не содержат ДНК, РНК и вирусные векторы. Согласно данным клинических исследований компании РБТ, у представленной технологии не выявлены серьезные нежелательные явления, а незначительные реакции (покраснения и зуд в месте инъекции) наблюдались менее чем у 27% испытуемых;
- 4) Произведенные при помощи «Бетусферы» вакцины не требуют особых условий хранения и транспортировки, соответственно, позволяют сократить издержки на создание инфраструктуры для их хранения и транспортировки;
- 5) Платформенное решение РБТ решает основную проблему при производстве вакцин – масштабируемость для массовой вакцинации. По заявлениям разработчиков, их продукт легко масштабируется. По предварительным оценкам, объем производства, например, вакцины «Бетувакс-КоВ-2», может составить до 200 млн доз в год при контрактном производстве на одной площадке.

Специфика российского рынка вакцин и место компании на рынке

Российский рынок вакцин имеет определенную специфику. Она заключается в том, что ключевым клиентом всех производителей является государство. Согласно методике, совместно разработанной Роспотребнадзором, Минздравом и ВОЗ,

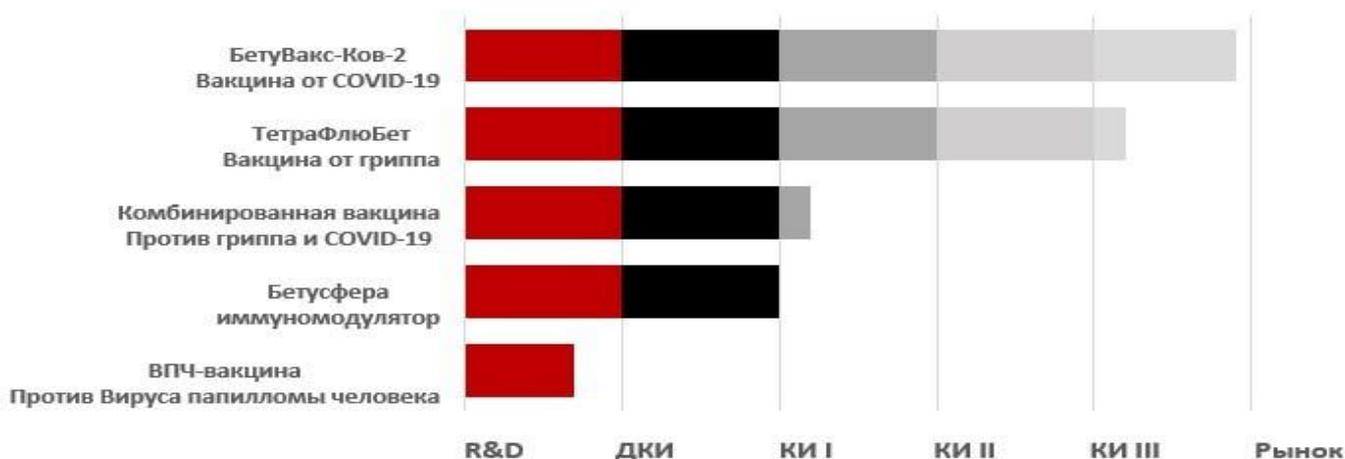
существует план по количеству вакцинируемого населения для создания коллективного иммунитета. Исходя из рекомендаций, в Национальном календаре прививок устанавливают индивидуальную планку по каждому заболеванию, согласно которой государство закупает вакцины у производителей.

Опираясь на данные Государственного доклада «О состоянии санитарно-эпидемиологического благополучия населения Российской Федерации» в 2022 году, в Национальном календаре прививок присутствует дефицит вакцин для достижения коллективного иммунитета. Если рассматривать портфель разработок РБТ, то дефицит вакцин по направлениям составляет: COVID-19 (22,8 млн доз), ревакцинация COVID-19 (79,7 млн доз), грипп (10,3 млн доз), ВПЧ (1,1 млн доз). В 2022 году в денежном выражении объем рынка, по оценкам компании РБТ, по трем вакцинам из портфеля составлял 58,5 млрд руб. (72% - ковид, 25% - грипп и 3% - ВПЧ). Сама компания заявляла, что может устранить дефицит по указанным заболеваниям и оценивала потенциально достижимый объем рынка в денежном выражении в размере 19 млрд руб.

Состав портфеля препаратов компании

Портфель препаратов РБТ состоит из пяти продуктов на разной стадии разработки, при этом, два препарата из портфеля компании могут быть зарегистрированы по процедуре «fast track» (ускоренная регистрация), позволяющей получить доступ к рынку сразу после 2 фазы клинических исследований: «Бетувакс-КоВ-2» и комбинированная вакцина против гриппа и COVID-19.

Портфель проектов и стадии их реализации



Вакцина «Бетувакс-КоВ-2» разрабатывается компанией РБТ совместно с другой дочерней структурой Артген биотех, компанией Бетувакс. Препарат направлен на профилактику от коронавирусной инфекции. Вакцина прошла клинические испытания I и II фазы и находится на этапе формирования регистрационного досье по ускоренной процедуре, также идут работы по трансферу технологии на контрактную площадку и подготовка к лицензированию производства адъюванта в Пермском крае по новым правилам ЕАЭС.

Гриппозная вакцина, содержащая четыре актуальных штаммов вируса гриппа «ТетраФлюБет» на текущий момент, прошла доклинические исследования и первую фазу клинических испытаний. Вакцина продемонстрировала высокую безопасность и соответствие критериям иммуногенности для гриппозных вакцин. Содержание вирусных антигенов в вакцине в три раза меньше, чем в традиционных вакцинах, что обеспечивает низкий уровень нежелательных явлений при иммунизации.

Комбинированная вакцина против гриппа и COVID-19, разрабатываемая компанией РБТ совместно с дочерней структурой Государственной корпорации Ростех, компанией Нацимбио, в настоящее время прошла доклинические исследования. Для вакцины возможна процедура ускоренной регистрации. Соглашение о совместной разработке вакцины было заключено между Артген биотех и Нацимбио в мае 2022 года. На текущий момент вакцина находится на этапе получения разрешения для проведения совмещенной I/II фазы клинических испытаний.

«Бетусфера» как иммуномодулятор направлен на усиление активности иммунной системы для борьбы с острыми вирусными инфекциями и повышение макрофагальной активности для людей с пониженным иммунитетом. В феврале 2024 года компания завершила доклинические исследования препарата в инъекционной форме и приступила к доклиническим исследованиям интраназальной формы.

ВПЧ-вакцина направлена на профилактику вируса папилломы человека, который является основной причиной рака шейки матки у женщин. На текущий момент вакцина находится на стадии R&D.

Финансовые результаты и аналоги

Из-за специфики бизнеса компании, на текущий момент РБТ не располагает устойчивой выручкой. Компания имеет положительный баланс, однако по итогам 2023 года сформировала убыток в связи с тем, что до выхода первого препарата из портфеля разработок не будет получать стабильных лицензионных платежей. Согласно прогнозам РБТ, выручка за 2022 и 2023 год должна была равняться нулю, однако, фактический результат оказался положительным. Напомним, что в 2022 году выручка компании составила 7,41 млн руб. благодаря продаже компонентов вакцины для проведения совместных исследований с Нацимбио, а в 2023 году показатель снизился до 787 тыс. руб. В качестве поступлений фигурировали лицензионные платежи в рамках проведения клинических и доклинических исследований, а также платежи от реализации образцов адъюванта.

Согласно прогнозу, первая устойчивая выручка от лицензионных платежей должна появиться в 2026 году и составить 306 млн руб. В тот же период компания продемонстрирует первую чистую прибыль в размере 40 млн руб. Согласно прогнозам Общества, к 2028 году выручка достигнет отметки 3,17 млрд руб. Чистая прибыль в 2028 году составит 1,36 млрд руб. Ожидается, что бизнес будет демонстрировать высокую маржинальность. Показатель Ebitda Margin будет устойчиво находиться выше отметки 50%, а показатель Net Margin будет немногим менее 50%. Такие высокие значения представленных показателей объясняются тем, что основные затраты медицинской компании составляют сырье для производства вакцин и фонд оплаты труда, а сами вакцины представляют собой продукт с высокой добавленной стоимостью.

Добавим, что РБТ является резидентом Сколково, поэтому имеет налоговые льготы. Согласно открытой информации, резиденты Сколково освобождаются от уплаты налога на прибыль до момента пока объем выручки предприятия не превысит 1 млрд руб. или до момента превышения совокупного размера чистой прибыли в 300 млн руб. нарастающим итогом за отчетный период. По этой причине, опираясь на прогноз компании, РБТ не будет платить налог на прибыль до 2027 года.

	Страна	Market cap, млрд	EV, млрд	Sales 2022, млрд	EBITDA 2022, млрд	EV/Sales	EV/EBITDA
Moderna, Inc	США	34,76	26,65	18,88	9,95	1,41	2,68
Novavax	США	0,51	0,06	1,98	-0,61	0,03	N/A
Emergent BioSolutions, Inc	США	0,09	0,86	1,08	-0,04	0,80	N/A
Inovio Pharmaceuticals, Inc	США	0,17	0,03	0,01	-0,27	3,00	N/A

В связи с тем, что в российской юрисдикции отсутствуют публичные аналоги РБТ, в качестве сопоставимых компаний могут быть рассмотрены следующие четыре американские биофармацевтические компании. Среднее значение по мультипликатору EV/Sales по представленным компаниям составляет 1,31x. Исторически указанный мультипликатор находился в диапазоне 3-4x, однако, из-за осложнения конъюнктуры в американском фарм-секторе за последние годы капитализация, как и финансовые результаты компаний, существенно ухудшились. Отметим, что представленные компании располагают как минимум одним зарегистрированным препаратом, в то время как первый препарат компании РБТ проходит последнюю фазу клинических исследований.

Дополнительные факты:

По собственной инициативе компания предложила оферту акционерам, которые приобрели ценные бумаги РБТ во время закрытого размещения на сумму более 1 млн руб., согласно которой дочерняя компания Артген биотех – ИСКЧ Венчурс, – взяла на себя обязательства выкупить у инвесторов акции, по стоимости инвестирования равной 236 руб. в случае, если РБТ не выполнит одно из условий, прописанных оферте, а именно: 1) Общим собранием акционеров АО «РБТ» не принято ни одно из следующих решений: а) о выплате дивидендов; б) об увеличении уставного капитала путем размещения дополнительных акций путем открытой подписки; 2) Публичное размещение акций АО «РБТ» состоялось по цене размещения ниже 200 рублей за одну Аксию. Такой шаг свидетельствует об уверенности материнской компании в реализации планов РБТ и выводе всех разрабатываемых препаратов на рынок.

Риски компании

Дополнительно стоит выделить ряд рисков, с которыми может быть связано владение акциями РБТ:

1. Несмотря на ускоренную процедуру регистрации двух препаратов из портфеля разработок РБТ, у компании на текущий момент отсутствуют зарегистрированные вакцины, а, соответственно, и устойчивая выручка. Если по препарату «Бетувакс-КоВ-2» регистрация ожидается в 2025 году, то оставшиеся вакцины должны успешно пройти клинические исследования и доказать свою безопасность и эффективность.
2. РБТ делает существенную ставку на рынок вакцинации и ревакцинации против COVID-19 и рассчитывает на государственную закупку разработанных препаратов, однако, к моменту выхода на рынок указанные вакцины могут утратить свою приоритетность в связи с появлением более агрессивных и опасных вирусов, вакцины против которых будут разрабатывать другие компании. Также не стоит исключать сценарий, при котором государством будет выбран другой производитель вакцин для закупки, конкурирующий с РБТ на данном рынке.
3. Учитывая тот факт, что компания планирует произвести моновакцины от гриппа и ковида, а также комбинированную вакцину от указанных заболеваний, существует высокая вероятность каннибализации препаратов, при которой комбинированная вакцина будет отъедать часть рынка у монопрепаратов.
4. Как у большинства производителей вакцин, у компании РБТ существует риск остановки или задержки выпуска препаратов в связи с неудачными клиническими/доклиническими исследованиями, что отсрочит выход препаратов на рынок.
5. Не исключена миграция кадров в другие биофармацевтические компании. Учитывая тот факт, что штат РБТ состоит из немногим более чем 20 человек, существует вероятность серьезной потери в качестве рабочей силы и приостановки определенных исследований из-за ухода сотрудников.

Заключение

В оценке биофармацевтической компании мы использовали прогнозную модель свободного денежного потока компании РБТ и модель WACC в виде ставки дисконтирования, которая учитывает страновой риск, повышенный специфический риск биотехнологической компании и риск связанный с небольшим размером предприятия.

По нашему прогнозу, на начало 2028 года, к моменту выхода всех препаратов из портфеля на рынок, капитализация компании может составить 3,51 млрд руб. или 735 руб. за акцию. Однако, подчеркнем, что такая оценка будет возможна только при успешном выводе всех препаратов из портфеля на рынок и отсутствии остановок в клинических доклинических фазах исследований.

Добавим, что в случае полной остановки исследований по одному или нескольким препаратом из портфеля РБТ, в особенности, комбинированной вакцины против гриппа и ковида и ВПЧ вакцины, потенциал роста ценных бумаг компании будет сильно ограничен, поэтому рекомендуем учитывать специфические риски биотехнологических компаний при принятии инвестиционного решения.

Обзоры внебиржевых эмитентов

[Акции АО «Газпром газораспределение Калуга» - возможность заработать 2400% на развитие газовой отрасли страны](#)

Краткие комментарии по внебиржевым ценным бумагам

[Новорослесэкспорт - замах на рекордные дивиденды](#)

[Дорогобуж - прибыль падает, но возможен возврат к дивидендам](#)

[Светлоградагромаш продолжает наращивать производство и копить деньги на счетах](#)

[Волга-флот продолжает оптимизировать бизнес](#)

[Уралэлектромедь - убыток вырос в 17 раз!](#)

Последние комментарии по биржевым ценным бумагам

[НЛМК рекомендовал ожидаемые дивиденды. Закрываем инвестиционную идею](#)

[Газпром отчитался хуже ожиданий. Дивиденды под большим вопросом](#)

[Европейский Медицинский Центр – ожидания по дивидендам могут не оправдаться](#)

Контакты**Руководители Компании**

Генеральный директор	Ильин Анатолий Юрьевич	8 812 329 19 99
----------------------	------------------------	-----------------

Департамент активных операций

Управляющий директор	Клещёв Александр Игоревич	8 812 329 19 99
----------------------	---------------------------	-----------------

Аналитический отдел	Викулов Максим Олегович Матюшин Даниил Викторович	8 812 329 19 99
---------------------	--	-----------------

Отдел торговых операций

Начальник отдела торговых операций	Ли Елена Николаевна	8 812 329 19 98
------------------------------------	---------------------	-----------------

Покупка акций у физических лиц, брокерское обслуживание		8 812 329 19 98
---	--	-----------------

Настоящий аналитический обзор подготовлен специалистами АО «Инвестиционная компания ЛМС» и содержит информацию и выводы, основанные на источниках, которые мы рассматриваем как в целом надежные. Однако мы не можем гарантировать абсолютной полноты и достоверности такой информации. Содержащиеся в настоящем обзоре выводы отражают мнения специалистов АО «Инвестиционная компания ЛМС» и не являются рекомендацией по приобретению или продаже каких-либо ценных бумаг, других инструментов или производных на какой-либо из них. При принятии решений в отношении инвестиций инвесторам следует исходить из собственных инвестиционных целей, стратегий и финансовых возможностей и учитывать, что стоимость инвестиций может изменяться как в большую, так и в меньшую сторону. Мы не берем на себя обязательств по регулярному обновлению информации о ценных бумагах и эмитентах, упомянутых в настоящем обзоре. Дополнительная информация об упомянутых в настоящем обзоре ценных бумагах и эмитентах может быть получена от АО «Инвестиционная компания ЛМС» по запросу. Не допускается воспроизведение или копирование содержания этого обзора без предварительного письменного согласия АО «Инвестиционная компания ЛМС».