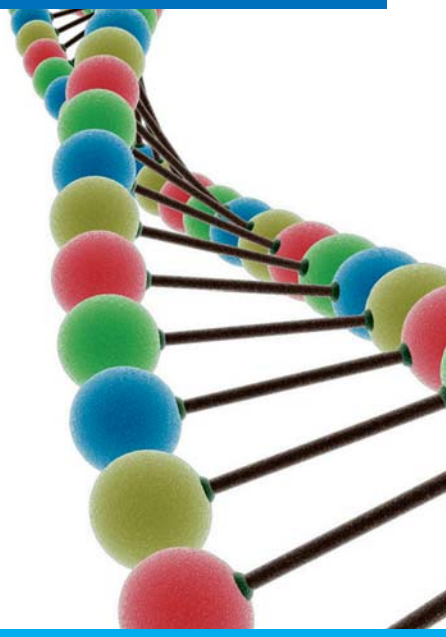
Октябрь
2009

Институт стволовых клеток человека – Лидер клеточных технологий в России



IPO Flash Note

Листинговый агент, организатор

ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»

05.10.2009

ИНСТИТУТ СТВОЛОВЫХ КЛЕТОК ЧЕЛОВЕКА – ЛИДЕР КЛЕТОЧНЫХ ТЕХНОЛОГИЙ В РОССИИ – ПЕРВОЕ БИОТЕХНОЛОГИЧЕСКОЕ IPO

В конце ноября рынок IPO в России снова оживет. На российском фондовом рынке появятся акции первой, и пока единственной компании из отрасли биотехнологий.

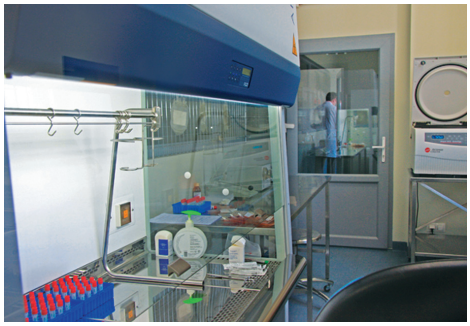
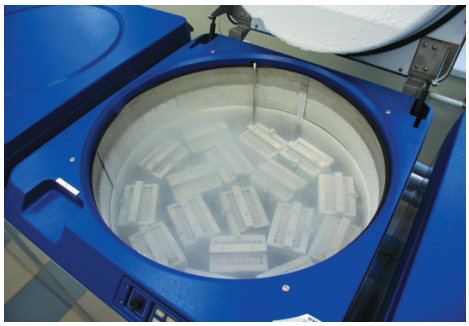
ОАО «ИСКЧ» – быстроразвивающаяся инновационная компания – собирается разместить 20% уставного капитала на бирже ММВБ, предполагая выручить 135-165 млн рублей. Ценовой коридор, установленный финансовым консультантом, составляет 9-11 рублей за акцию. Roadshow стартует в октябре.

Хотя это будет первое размещение биотехнологической компании на российском фондовом рынке, мы считаем, что акции ИСКЧ привлекут инвесторов. Уникальность предложения очевидна. ИСКЧ – не только первая российская биотехнологическая компания, выходящая на публичный рынок, но и одна из немногих компаний, имеющих значительный потенциал роста капитализации. Имея высокодоходный бизнес выделения и хранения стволовых клеток, дающий стабильно растущий денежный поток, компания активно ведет разработки новейших лекарственных препаратов, коммерциализация которых в разы повысит стоимость компании в обозримом будущем.

ОБЗОР КОМПАНИИ

ОАО «ИСКЧ» – один из лидеров клеточных технологий в РФ – предлагает инновационный уровень медицинской заботы о человеке с самого его рождения. Компания была создана в 2003 году с целью реализации проектов в области клеточных технологий. В конце 2008 года ИСКЧ приобрел статус международной биотехнологической компании с лабораториями и офисами в России (Москва, Санкт-Петербург), Украине (Киев) и Германии (Саарбрюккен). ИСКЧ обладает самой крупной в сравнении с конкурентами сетью представителей, которая охватывает более 100 городов в России и странах СНГ, занимая 54% рынка в «новой» отрасли персонального хранения стволовых клеток человека, и является лидером в ее формировании и развитии.

Бренд Гемабанк™ получил широкую узнаваемость и популярность среди целевой аудитории, а ИСКЧ – заслуженный авторитет в российском и международном медицинском сообществе. С 2006 года Гемабанк™ является членом International Cord Blood Society.

Цели и параметры IPO:

- ускорение развития основного бизнеса в благоприятный момент времени;
- реализация R&D проектов и их коммерциализация;
- достижение нового качественного уровня прозрачности и публичности компании.

Доля от УК (доп.эмиссия)	20%/ 15 млн. акций
Объем размещения	135-165 млн. руб.
Срок размещения	конец ноября 2009 года
Организатор	ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»
Площадка	Сектор ИРК ММВБ
Диапазон цены	9-11 рублей
Дата определения цены	16-27 ноября 2009 года
Капитализация	675-825 млн. руб.

Финансовые и производственные показатели Направления деятельности компании:

Направления деятельности компании:

1) сбор и хранение гемопоэтических стволовых клеток (основной бизнес) – начало продаж с 2004 г.;

2) сбор и хранение фибробластоподобных стволовых клеток – начало продаж с 2010 г.;

3) R&D и коммерциализация инновационных препаратов – начало производства и продаж - конец 2010 – начало 2011 г.

Основной бизнес, тыс. руб.	2005	2006	2007	2008	E2009	F2010
Производственные показатели						
Кол-во образцов (№.of Samples)	425	760	1498	2320	2904	5369*
Рост,%		**79%**	**97%**	**55%**	**25%**	**85%**
Всего образцов (Total)	425	1185	2683	5003	8067	13431*
Финансовые показатели						
Sales	7 861	27 385	64 675	95 719	157 400	329 302
Рост,%		**248%**	**136%**	**48%**	**64%**	**109%**
EBITDA	(181)	2 211	10 949	12 342	22 170	63 430
Рост,%		**-**	**395%**	**13%**	**80%**	**186%**
EBIT	(755)	1 244	9 176	8 042	17 780	48 830
EBT	(1 020)	2 074	9 092	8 531	17 970	49 150
EAT	(1 020)	1 748	6 814	6 651	14 020	38 300
BV	4 805	6 554	13 368	16 651	30 670	69 010
Рост,%		**36%**	**104%**	**25%**	**84%**	**125%**
Факторы формулы DuPont						
k. чистой прибыльности	-13.0%	6.4%	10.5%	6.9%	8.9%	11.6%
Оборачиваемость активов	.3x	1.4x	1.7x	1.4x	1.7x	1.4x
k. рентабельности активов (ROA)	-3.4%	8.8%	18.4%	10.0%	15.3%	16.6%
Финансовый рычаг (Assets / Equity)	6.2x	3.0x	2.8x	4.0x	3.0x	3.3x
Доходность акционерного капитала (ROE)	-21.2%	26.7%	51.0%	39.9%	45.7%	55.6%
Платежеспособность и покрытие						
SR+LR Debt / EBITDA	-	.0x	.1x	.4x	.2x	-
EBIT / %	-	1.0x	655.4x	43.0x	-	-

** Не включая образцы вне РФ и образцы фибробластоподобных клеток*

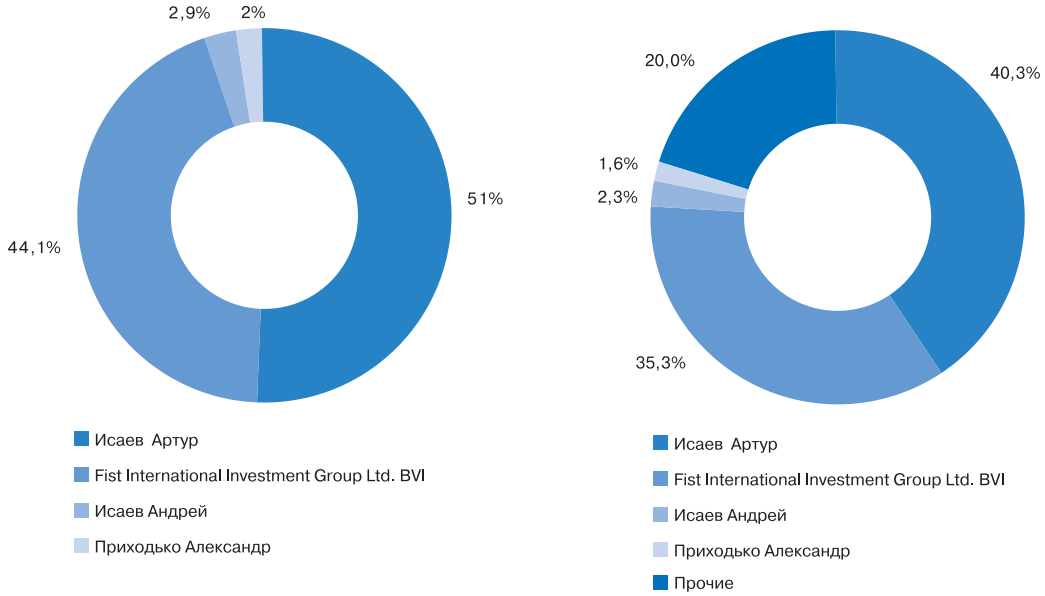
Финансовые и производственные показатели ИСКЧ подтверждают статус быстрорастущей компании «новой» экономики. С 2006 по 2008 г. включительно выручка ИСКЧ выросла в 3,26 раза (до $3,3 млн), чистая прибыль – в 3,8 раза (до $0,23 млн); CAGR (2004-2008) количества хранимых образцов составил 136%. В ближайшие 10 лет этот показатель составит 45%, что в совокупности даст более 200 000 ед. новых образцов по сравнению с более 8 000 к концу 2009 года.

SWOT-анализ

Компания обладает значительными перспективами развития, имеет наиболее выгодное положение среди конкурентов, а также подвержена ряду специфических рисков, которые, впрочем, зависят от перспектив развития рынка стволовых клеток в РФ в целом.

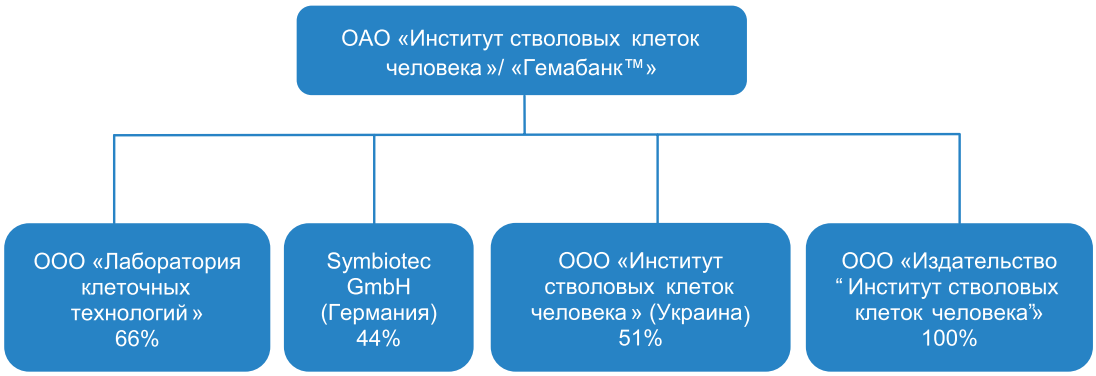
S (Сила)	W (Слабость)
• Лидер среди банков СК в РФ (54% рынка). • Лидер в формировании рынка клеточных технологий в РФ за счет научного PR (собственный журнал, симпозиумы, конференции и т.д.). • Тесное сотрудничество с ведущими медицинскими организациями (РОНЦ им.Блохина и ИО Генетики им.Вавилова). • Квалифицированный менеджмент и сильная научная команда (R&D инновационных препаратов) • Узнаваемый и популярный бренд Гемабанк и высокая лояльность потребителей. • Географическая диверсификация (растущая сеть представителей в регионах РФ). • Отлаженная логистика доставки образцов из регионов. • Одобренная Минздравом РФ методика сбора, выделения и хранения СК. • 2 лицензированные лаборатории. • НИОКР клеточных технологий и инновационных продуктов. • Проведение трансплантаций стволовых и фибробластоподобных клеток на базе Российского онкологического научного Центра им. Блохина, Гематологического научного Центра и научно-исследовательского Института гематологии и трансфузиологии. • Международная репутация, сотрудничество с ведущими мировыми научными центрами. • Наличие уникальных патентов, соответствующих лицензий и разрешений Минздрава РФ. • Международная биотехнологическая компания (Symbiotec, «ИСКЧ-Украина»). • Внедренные ERP и CRM системы.	• Весь бизнес на арендованных площадях. • Временный дефицит мощностей для производства инновационных препаратов. • Отсутствие опыта вывода и продвижения препаратов на рынки.
O (возможности)	**T (угрозы)**
• Реализация услуги выделения и хранения фибробластоподобных клеток. • Продуктовая диверсификация (расширяемая линейка «новых» услуг и продуктов). • Успешное прохождение всех фаз клинических испытаний 3-х инновационных препаратов и начало производства. • Доступ к новым рынкам (Европа, Азия) и новым перспективным инновационным технологиям/ патентам за счет удачных поглощений (по аналогии с Symbiotec). • В перспективе открыть направление публичного банка стволовых клеток путем вхождения в мировые сети NetCord и EuroCord.	• Обострение конкуренции за счет поглощений наиболее сильных конкурентов крупными западными банками (например, CryoSave, Vita 34, CryoCell) или их самостоятельного выхода на российский рынок. • Недостаточно проработанная нормативная база – возможно введение законодательных ограничений . • Административные барьеры в «новых» регионах РФ, связанные с новизной услуги. • Снижение темпов роста(<20% в год) рынка клеточных технологий за счет слабого спроса со стороны населения, неудачных клинических исследований.

Акционеры до/после размещения



Инвесторам будут предложены 15 000 000 акций. Доли текущих акционеров будут размыты 1 к 0,8.

Структура



Структура компании выглядит сбалансированной и отражает характер стратегии развития. Риски потери контроля и управляемости отсутствуют.

Направления деятельности компаний группы:

Материнская компания осуществляет основную деятельность банка стволовых клеток Гемабанк™, а также функции центра стратегического планирования, координации и контроля по всей группе предприятий. Здесь же осуществляется деятельность по коммерциализации препаратов.

1) Лаборатория клеточных технологий – R&D-подразделение, созданное ИСКЧ для реализации амбициозных целей по созданию клеточных продуктов и технологий. На сегодняшний день – обладатель 7-ми патентов и 3-х разрешений на проведение клинических испытаний инновационных препаратов. Основные усилия сконцентрированы на создании многофункциональных клеток и получении различных типов клеток. Коммерциализация первой собственной разработки – генно-терапевтического препарата Неоваскулген (на основе VEGF-гена) – станет значительным успехом для ИСКЧ.

2) Symbiotec – первая международная покупка ИСКЧ. R&D-подразделение является обладателем более 20 международных патентов, связанных с гистоном H1 и лечением онкологических заболеваний крови – одного из наиболее часто встречающихся заболеваний. Одно из направлений деятельности компании – коммерциализация лекарственного препарата Oncohist, который уже прошел в Европе первую стадию клинических испытаний, доказавших его безопасность и косвенно подтвердивших его высокую эффективность. В настоящее время ИСКЧ совместно с немецкими партнерами готовится ко 2-й фазе клинических испытании на территории стран ЕС и в России.

3) Издательство создано для выполнения функции формирования и развития рынка клеточных технологий в РФ. Выпускаемый научный журнал «Клеточная трансплантология и тканевая инженерия» распространяется среди специалистов, работающих в области клеточных технологий, молекулярной биологии, генной инженерии, и специалистов клинических дисциплин. Это, в свою очередь, формирует имидж ИСКЧ как лидера отрасли клеточных технологий в РФ, позволяя иметь связь со специалистами и потенциальным персоналом. Одновременно с этим компания имеет доступ к перспективным идеям и методикам публикуемых авторов.

4) Созданная в 2008 году компания в Украине является первым шагом к международной экспансии. К перспективным рынкам для проникновения услуги по сбору и хранению стволовых клеток пуповинной крови менеджмент ИСКЧ относит рынки Украины, Беларуси и Казахстана, как наиболее емкие и имеющие платежеспособный спрос среди стран СНГ.

КРАТКИЙ ОБЗОР РЫНКА

Продукт и рынок

Основной объем бизнеса использования СК (в денежном выражении) сфокусирован в трех категориях: сбор и хранение пуповинной крови; производство инновационных препаратов на основе СК и терапия; тестирование лекарств стволовыми клетками.

StemCellBusiness – сравнительно молодая высокотехнологичная отрасль в глобальном масштабе. Перечисленные рынки входят в стадию бурного роста (в т.ч. и в РФ), которая продлится ближайшие 10 лет. Лидерами отрасли являются развитые страны (США, Европа, Япония, Австралия, Канада). В то же время, такие развивающиеся рынки, как BRIC, «азиатские тигры» и СНГ, являются наиболее перспективными с позиции высокой емкости и темпов роста, в т.ч. и за счет экспансий и поглощений в этих регионах.

Консультанты Frost & Sullivan оценивают объем глобального рынка банков пуповинной крови в 2009 году в $350 млн, в 2012 г. – $690 млн, в 2015 г. – в $930 млн, в 2020 г. – в $1160 млн; рынок терапии препаратами на основе СК – в $80-100 млн, $246 млн, $855 млн и $8940 млн соответственно.

Емкость рынка банков хранения СК в России в 2009 году оценочно составит 20 000 образцов, или $33.75 млн. Причем освоен он только на 25-30% (объем рынка около $9 млн).

Наиболее перспективным направлением применения СК можно назвать направление по созданию инновационных клеточных препаратов для лечения тяжелых заболеваний. Прослеживается устойчивый тренд к увеличению числа исследований СК и разработке продуктов на их основе во всем мире.

Несмотря на отсутствие достаточной нормативной и законодательной базы, условия ведения бизнеса в России достаточно комфортны. Все методики и технологии, применяемые ИСКЧ, имеют необходимые разрешения, лаборатории лицензированы и сертифицированы. Усиливает конкурентные преимущества ИСКЧ и существование барьеров для входа западных игроков на рынок РФ, заключающихся в запрете ввоза/вывоза через границу образцов крови.

Ключевые драйверы роста и тренды

Сбор и хранение стволовых клеток:

- отставание от США и Европы по показателю насыщенности рынка в 10-15 раз;
- рост реальных доходов населения/увеличение сегмента «средний класс»;
- растущий интерес к клеточным технологиям и биологическому страхованию;
- государственное стимулирование повышения уровня рождаемости;
- низкое качество бесплатной медицины, в т.ч. детской.

Инновационные препараты:

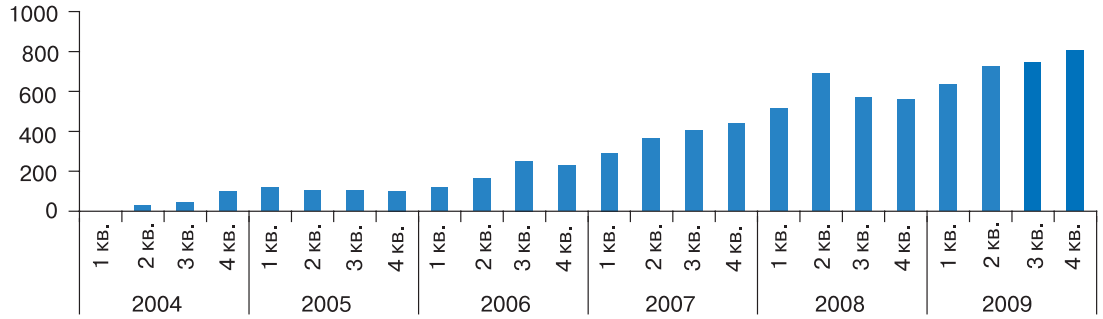
- спрос на лекарства стабильно высок – предмет первой необходимости;
- потребление лекарств на душу населения в разы отстает как от стран Восточной Европы, так и от развитых стран (США, Западная Европа, Япония);
- РФ – самый быстрорастущий фармацевтический рынок в мире с 2004 по 1 полугодие 2009 г. (25% в год). Западные рынки – 2-7% в год;
- рост ценности здоровья в системе приоритетов общества;
- акцент государства на значительное увеличение расходов на медицину, разработку инновационных препаратов в Стратегии фармацевтического рынка России до 2020 г.;
- «ограниченность» фармацевтической отрасли в разработке инновационных препаратов;
- переход от химических лекарственных препаратов к клеточным препаратам и биофармацевтике.

Мы отмечаем высокую инвестиционную привлекательность направлений бизнеса, связанных со стволовыми клетками. Несмотря на новизну и пока еще скептическое отношение большинства к данным технологиям, в мире накапливается критическая масса исследований и разработок применения стволовых клеток для лечения целого ряда заболеваний, обеспечивающая прорыв в медицине в ближайшее время. В России ИСКЧ является одним из лидеров в этой сфере, создавая серьезный задел для формирования нового рынка и удержания лидерства на нем.

ОПЕРАЦИОННАЯ И ФИНАНСОВАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Российский рынок основной услуги

Основной услугой ИСКЧ является сбор и хранение стволовых клеток пуповинной крови. В настоящее время услуга переживает стадию роста спроса, которая продлится ближайшие 5 лет. Ввиду этого, спрос на услугу не будет в данном периоде подвержен общерыночной и отраслевой цикличности. Такой вывод подтверждается динамикой роста количества образцов в кризисный год, несмотря на фактор цены (услуга является достаточно дорогой).



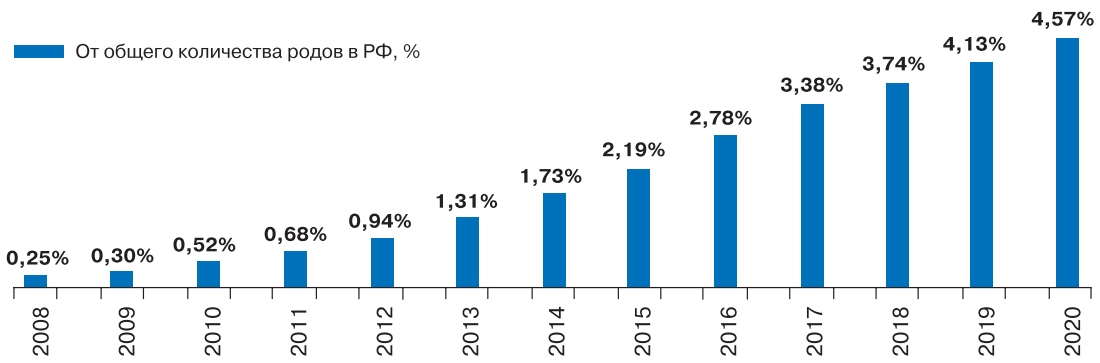
С учетом роста платежеспособности и уровня информированности об услуге, в среднесрочной перспективе емкость и объем рынка криобанков представляется нам следующим образом:

В настоящее время существует значительный неудовлетворенный спрос: рынок охвачен компаниями на 25%. С повышением уровня проникновения в регионы и осведомленности аудитории обо всех аспектах деятельности криобанков, а также свойствах клеточных технологий и продуктов, компании смогут охватить значительную неосвоенную часть рынка.

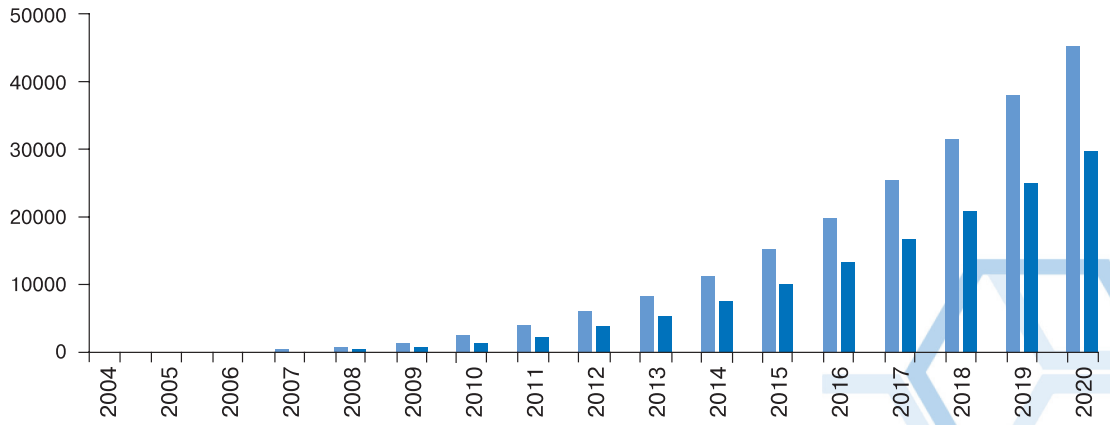
Сегодня насыщенность российского рынка услугой остается на очень низком уровне. Наиболее ярким примером можно считать рынок Испании, где за несколько лет насыщенность достигла уровня США, которая, в свою очередь, формировалась более 15 лет.

Страна	Население 2008, млн. чел.	Количество родов, 2008, млн. в год	Насыщенность рынка 2008, % от всех родов	Персональное хранение 2008, ед. в год
Россия	142	1.7	0.28%	4 800
Украина	46	0.51	0.20%	1 100
Германия	82	0.69	1.90%	13 000
США	304	4.3	3.50%	150 000
Венгрия	10	0.1	9.00%	9 000
Испания	46	0.54	3.70%	20 000

В прогнозе мы придерживаемся достаточно консервативного сценария и считаем, что насыщенность рынка России к 2018 г. достигнет сегодняшнего уровня в США, где этот показатель, в свою очередь, будет на уровне не ниже 10%. В силу различия в платежеспособном спросе жителей Москвы и Санкт-Петербурга относительно жителей иных регионов России, насыщенность в данных городах будет на порядок выше. Сегодня значение этого показателя для столиц составляет 2% и 1.5% соответственно.

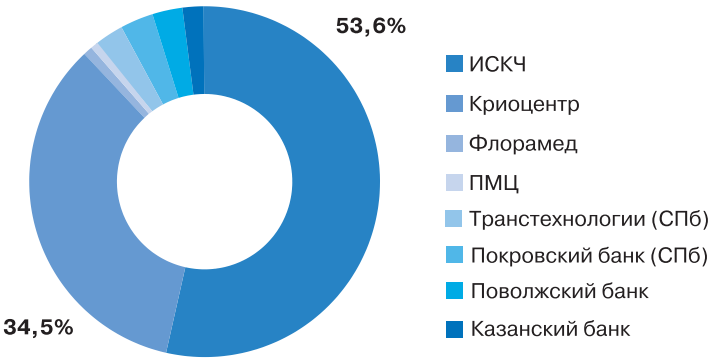


Исходя из данного предположения, оценка количества собранных в России образцов стволовых клеток пуповинной крови в объеме 315 000 единиц к 2018 г. представляется вполне реалистичной (см. график ниже). При этом ИСКЧ, оставаясь лидером рынка, будет иметь наибольшую коллекцию образцов среди российских конкурентов (210 000) и сопоставимые со средними западными игроками масштабы деятельности.



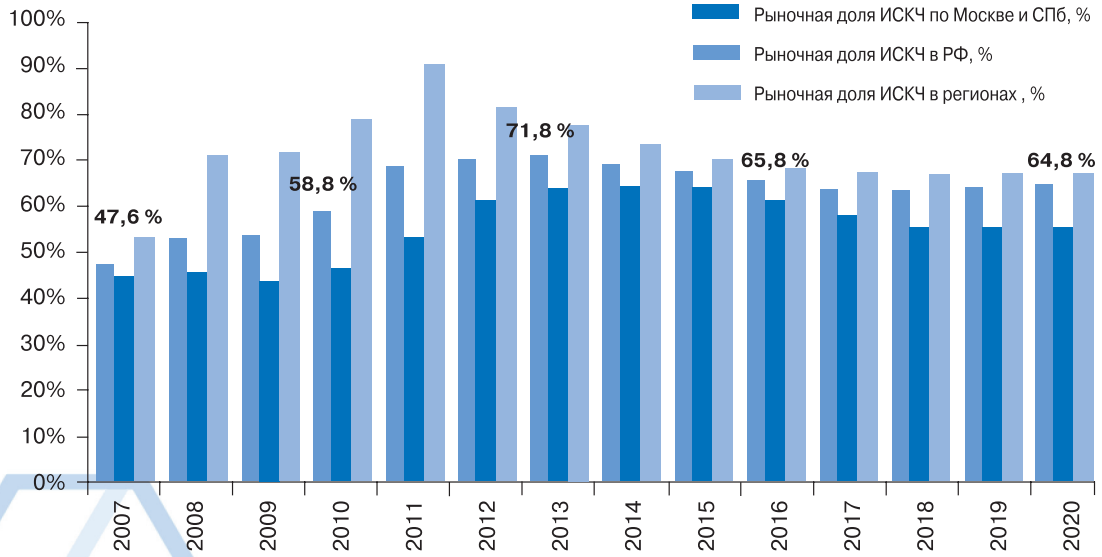
Конкурентное окружение

Первые частные банки хранения СК появились в США. В 1992 г. была учреждена компания Cryo-Cell, являющаяся одним из лидеров западного рынка. Сегодня в США насчитывается более 30 банков. В Европе первым банком стала VITA34 (1995 г.). При этом на сегодня в Европе функционируют более 20 банков. В России в конце 2003 г. одновременно появились три банка, включая ИСКЧ. Всего функционирует 10 банков с услугами частного хранения.

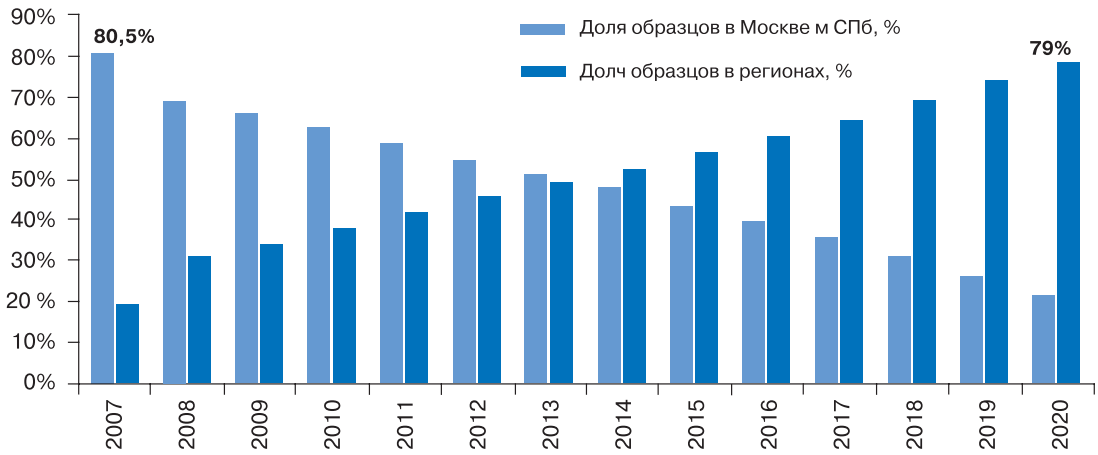


Большую долю (54%) рынка занимает Гемабанк™ (ИСКЧ). Основной конкурент компании – ООО «Криоцентр». В Москве и СПб конкуренция достаточно сильная, однако стадия передела рынка, скорее всего, подошла к завершению, и позиция Гемабанка™ как лидера отрасли в этих регионах существенно не изменится. Более того, запланированные шаги активного маркетинга должны повысить долю компании в этих городах.

В целом мы отмечаем низкую конкуренцию, а также слабое присутствие конкурентов в регионах РФ. Основной игрок в большинстве регионов, кроме ИСКЧ, – Криоцентр. Региональная экспансия ИСКЧ и стратегия «первый на региональном рынке» должны еще больше упрочить конкурентные позиции ИСКЧ в России.

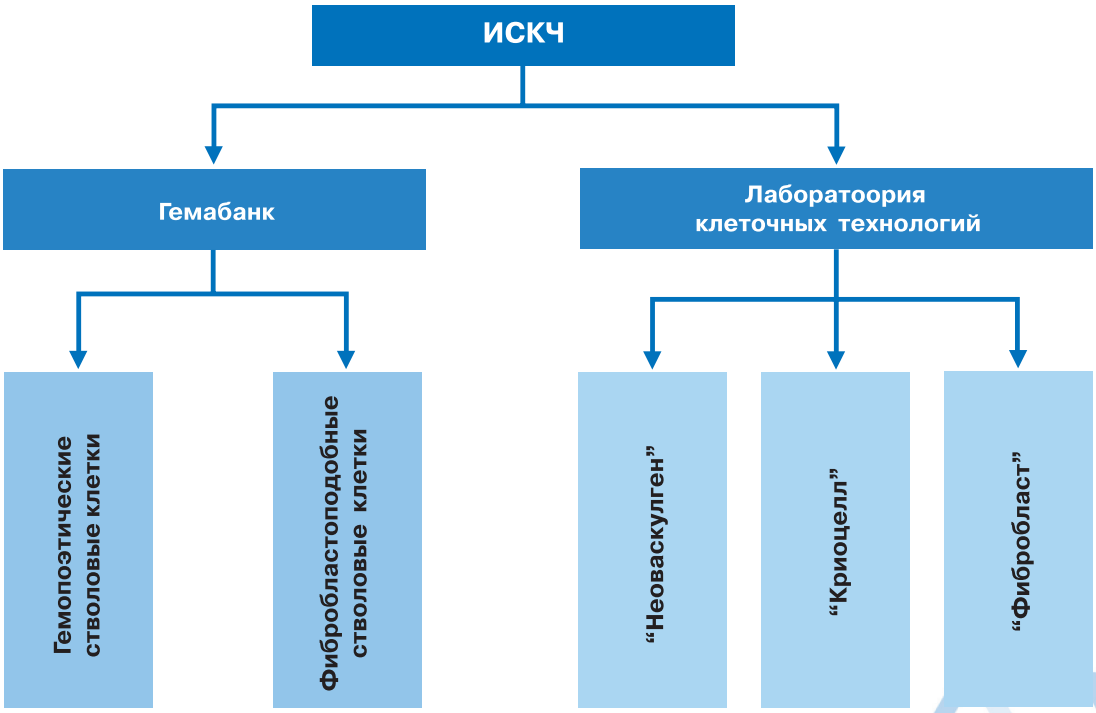


В ближайшие несколько лет компания планирует агрессивно наращивать долю рынка в России, с задачей достижения показателя – 70% доли рынка к 2012 г.



Более того, приход в регионы существенно повлияет на структуру выручки компании. Сегодня более 60% выручки формируют Москва и СПб. Уже к 2014 г. выручка от регионов должна составлять большую долю в структуре выручки от продаж.

Портфель продуктов



1.Услуга по выделению и хранению гемопоэтических стволовых клеток.

С 2004 года в РФ предложена новая услуга по забору, выделению и долгосрочному хранению стволовых клеток (СК) из пуповинной крови. Услуга является способом сохранения ценного биологического материала, который используют при лечения ряда заболеваний посредством дальнейшей трансплантации в случаях более 85-ти тяжелейших диагнозов как у детей, так и взрослых. Более подробно текущая ситуация по услуге изложена в разделе «Операционная и финансовая деятельность».

На текущий момент, помимо пользующейся спросом основной услуги, имеется 4 направления, которые потенциально могут дать существенный импульс к развитию компании в среднесрочной перспективе.

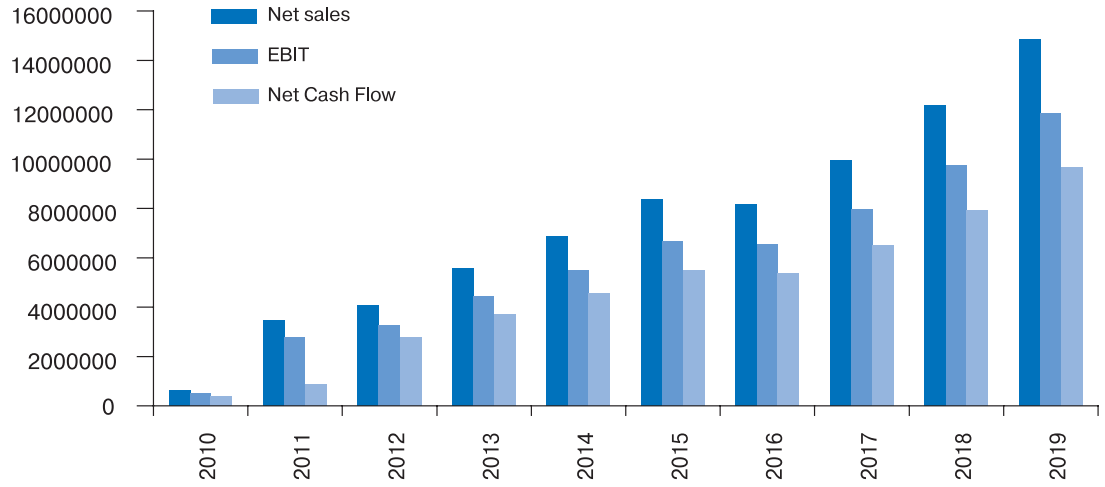
ОАО «ИСКЧ» ставит исследования и разработки новейших технологий в области стволовых клеток в качестве одного из приоритетов своего развития.

Исторически уровень числа пациентов с онкологией, ишемией, проблемами кожи в России весьма высок. Статистика Минздрава РФ показывает, что в РФ более 2.8 млн пациентов с ишемией нижних конечностей. Из них 5-7% – с критической ишемией (ампутация, смерть). Более 15 млн пациентов с заболеваниями сердца. Каждый год 65 тыс. человек умирают от инфаркта миокарда. Более 350 тыс. пациентов каждый год регистрируют с термическими и химическими ожогами (без учета прочих дефектов мягких тканей).

2.Услуга по выделению и хранению фибробластоподобных стволовых клеток.

Фибробласты могут с успехом применяться в сфере косметологии при восстановлении тканей. Услуга персонального сбора и хранения фибробластов является определенной разновидностью биомедицинского страхования, когда человек имеет возможность восстановить не только здоровье, но и красоту. По оценкам ИСКЧ, через 5 лет данная услуга может быть востребована 20-30% клиентов компании, пользующихся услугой персонального хранения СК ПК. При стоимости услуги 75 тысяч рублей в 2013 году планируется сохранить 2300-3500 образцов.

3. Гентерапевтический препарат «Неоваскулген».



На данный момент Институт занимается разработкой ген-терапевтического препарата «Неоваскулген». Препарат представляет собой плазмиду, несущую кольцевую ДНК, которая содержит специальный ген, способный синтезировать фактор роста сосудов (VEGF). Данный препарат планируется вывести на рынок в качестве готового лекарственного препарата, который будет применяться в лечебных учреждениях.

В сравнении с имеющимися аналогами (например, препаратом белка VEGF) «Неоваскулген» обладает рядом преимуществ:

- препарат проникает и функционирует только в живой клетке, что гарантирует пролонгированный синтез VEGF в месте введения;
- в соответствии с разрешением Росздравнадзора, препарат проходит 1-2 стадии клинических испытаний. Все необходимые стадии доклинических испытаний завершены (проходит регистрацию в качестве фармпрепарата);
- генная конструкция имеет продвинутое усовершенствованное строение, которое гарантирует регулируемый синтез VEGF и полную безопасность препарата. Кроме того, плазмидный вектор, в отличие от вирусных векторов, не встраивается в геном клетки, обеспечивая большую безопасность для пациентов.

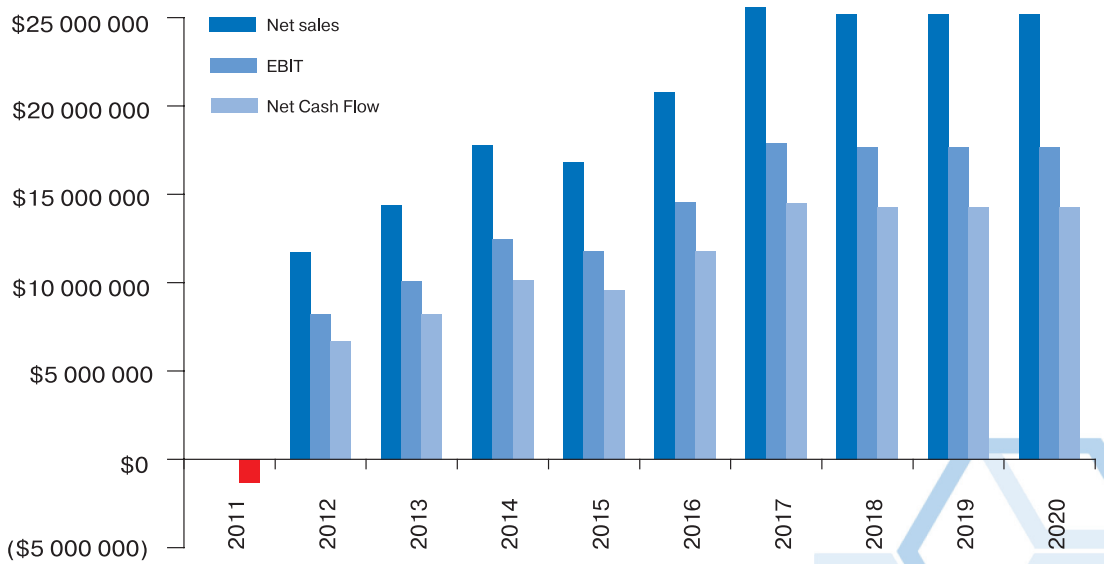
Проходить регистрацию препарат будет в первую очередь в России. После начала продаж препарата в России предполагается его регистрация в Европе и выход на европейский рынок.

Препарат предназначен для больных критической ишемией нижних конечностей, которых в России насчитывается порядка 300 тысяч. Из общего числа больных доля потенциально платежеспособных составляет порядка 2-3% (до 10 тысяч человек). Планируемое целевое количество к реализации – охватить от 30 до 50% от этого числа при стоимости препарата $2200. В случае попадания препарата в программу государственных закупок объем продаж значительно увеличится.

Компания получила разрешение на клинические испытания препарата и планирует получить регистрационное удостоверение на препарат осенью 2010 года. В 2010 году планируется осуществить комплекс мер по активному маркетингу и продвижению препарата на российском рынке.

Поскольку действие препарата нацелено на стимуляцию ангиогенеза (роста сосудов) для решения проблем, связанных с лечением ишемии тканей, у него существует потенциал для применения в других сердечнососудистых заболеваниях – таких, как ишемия сердца. Исследования по данным нозологиям будут проводиться на следующих этапах, и спектр показаний может расшириться.

4. Клеточный препарат «Криоцелл».



Данный препарат планируется получать из клеток пуповинной крови для лечения различных заболеваний. Препарат представляет собой суспензию и вводится внутривенно. В основе препарата находятся мононуклеарные клетки пуповинной/плацентарной крови, отделенные от плазмы крови и основной части тромбоцитов и эритроцитов содержащие аллогенные стволовые клетки пуповинной крови. Эти клетки получают по технологии, аналогичной технологии забора и выделения стволовых клеток из пуповинной крови.

Экспериментальные исследования эффективности стволовых клеток на модели инфаркта миокарда, ишемии тканей мозга, нижних конечностей у животных показали улучшение кровоснабжения и/или восстановление функций при воздействии препарата стволовых клеток пуповинной крови человека.

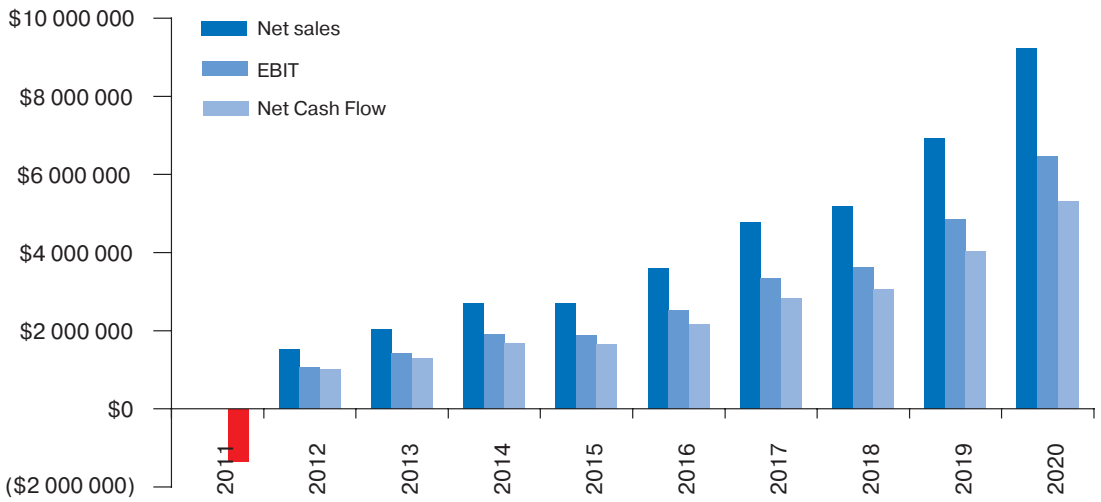
Основным случаем их применения является необходимость восстановления гемопоэтических колониеобразующих клеток после высокодозной циторедуктивной химиотрапии, по сути – восстановление кроветворной функции костного мозга после перенесения химиотерапии (в онкологии).

Подобные препараты являются достаточно безопасными, что позволяет рекомендовать препарат для лечения/профилактики инвалидизирующих осложнений острой ишемии мозга, сердца, патологии печени.

В России емкость рынка лечения сердечнососудистых заболеваний весьма высока. Препарат может быть показан к применению при пред- и пост-инфарктных состояниях пациентов, что снизит смертность от данной нозологии. В качестве 100% рынка мы принимаем количество человек, умерших от инфаркта миокарда. Компания готова занять до 60-70% рынка в перспективе 5-10 лет.

Если продукт будет зарегистрирован и получит положительные результаты клинических испытаний, что планируется сделать к 2011 году, то клиентская база в первый год реализации прогнозируется на уровне 10 тысяч клиентов при цене $1950 за препарат.

5. Клеточный препарат/технология «Фибробласт»



Данная технология основана на выделении из биоптатов кожи пациента фибробластоподобных клеток (аутологичных, т.е. собственных), культивирования их в лабораторных условиях и дальнейшем применении для лечения дефектов кожи.

Технология прошла лабораторно-клинические испытания. Многочисленные исследования, проведенные за рубежом, показали ее эффективность. За рубежом по сходной методике успешно пролечено более 3000 пациентов.

Этапы доведения до коммерциализации

Институт на своей научно-производственной базе и базе своих дочерних компаний проводит необходимые исследования и разрабатывает будущий препарат – этап исследований и разработки. Данный этап может заканчиваться получением патента. Затраты на разработку самого препарата могут варьироваться в зависимости от сложности и сути препарата, а также объема необходимых исследований.

Когда препарат разработан, наступает этап его регистрации. Регистрация включает подготовку всех необходимых документов в Росздравнадзор РФ, написание фармстатьи, прохождение экспертизы, получение разрешения на клинические испытания и проведение клинических испытаний. В случае успеха следует получение регистрационного удостоверения Росздравнадзора на лекарственные средства и фармацевтические субстанции. Затраты, связанные с регистрацией препарата, могут достигать 10-30 млн рублей.

На третьем этапе необходимо создание производственной базы, проведение маркетинговых мероприятий, продвижение, создание системы сбыта и серийное производство препарата. Затраты этапа выхода на рынок зависят от конкретных условий и могут быть значительными.

Достижения на данный момент

«Неоваскулген»

Сделано:

1) успешно пройдена фармэкспертиза;

2) подготовлено досье документов по административному регламенту Росздравнадзора для подачи в Научный центр экспертизы средств медицинского применения Росздравнадзора РФ;

3) ожидается получение регистрационного удостоверения по субстанции – декабрь 2009 года;

4) организована производственная база (контрактное производство);

5) получено разрешение Росздравнадзора НЭК на проведение клинических испытаний (1-2 фазы).

Необходимо сделать:

1) провести клинические испытания;

2) получить регистрационное удостоверение по препарату (после проведения клинических испытаний) – сетябрь-октябрь 2010 года.

На проведение клинических испытаний необходимо будет затратить порядка 15 млн руб. После прохождения испытаний препарат будет готов к производству и реализации.

«Криоцелл»

Сделано:

1) получено разрешение на проведение клинических испытаний препарата;

2) подготовлен пакет документов для подачи заявки в Росздравнадзор;

3) разработана фармстатья предприятия;

4) проведены работы по подготовке пилотных клинических испытаний (страхование пациентов).

Необходимо сделать:

1) провести клинические испытания;

2) получить регистрационное удостоверение по препарату (после проведения клинических испытаний) – февраль-март 2011 года.

На проведение клинических испытаний необходимо будет затратить примерно 20 млн руб. После этого препарат будет готов к производству и продаже.

«Фибробласт»

Сделано:

1) проведены доклинические исследования;
2) подготовлены и поданы документы в Росздравнадзор на регистрацию технологии.

Необходимо сделать:

1) провести клинические испытания;
2) получить регистрационное удостоверение по препарату (после проведения клинических испытаний) – ноябрь-декбрь 2010 г.

На проведение клинических испытаний необходимо немногим более 10 млн руб. Далее – выход на стадию производства и продвижения.

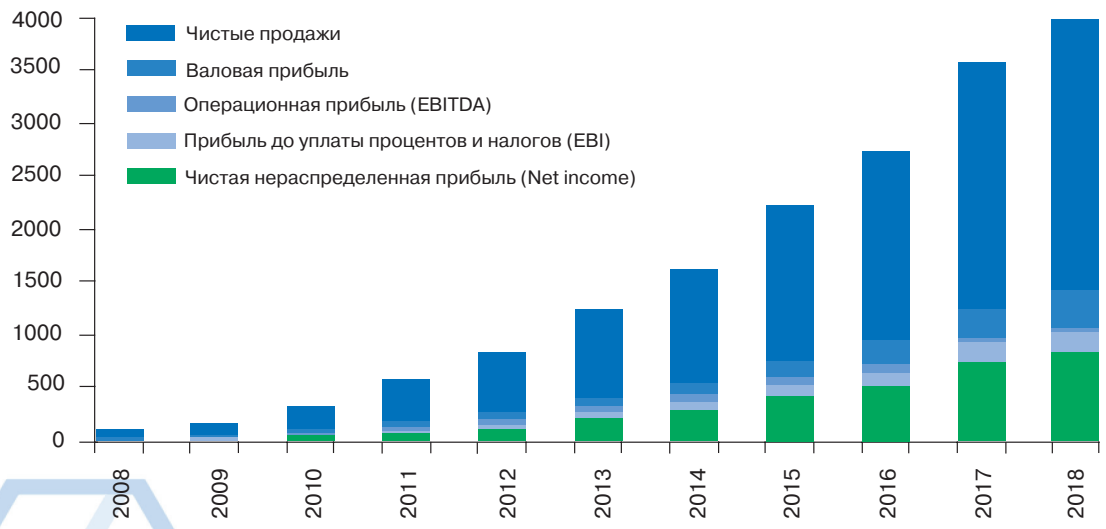
Стратегия продвижения препаратов

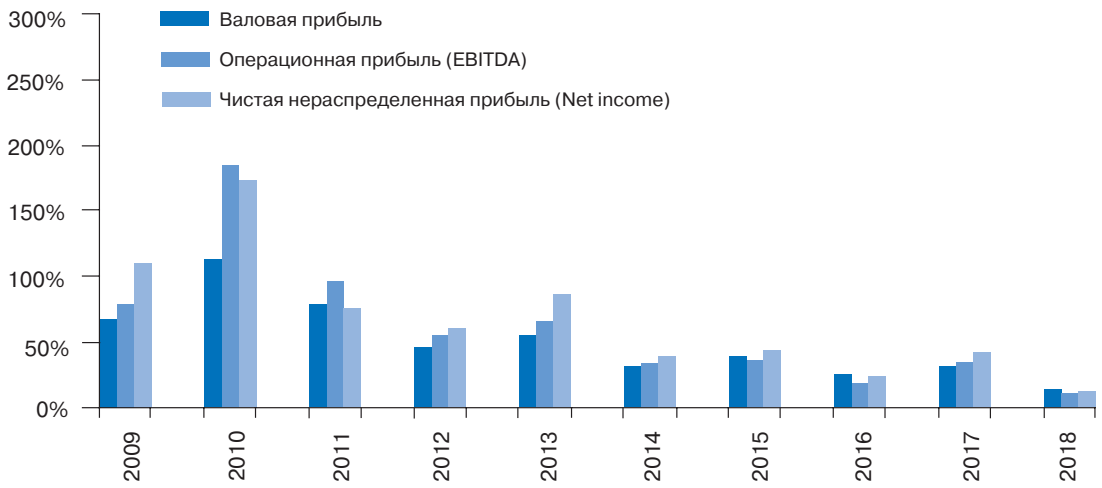
Поскольку разрабатываемые препараты и методики не имеют аналогов в России, необходимо завоевать доверие к ним лидеров мнения в соответствующих отраслях медицины. Продвижение препаратов будет осуществляться путем проведения круглых столов, симпозиумов и конференций среди ученых и врачей (сосудистых хирургов, кардиологов, косметологов и других специалистов). Будут представлены результаты исследований по препаратам и технологиям, показан их лечебный эффект.

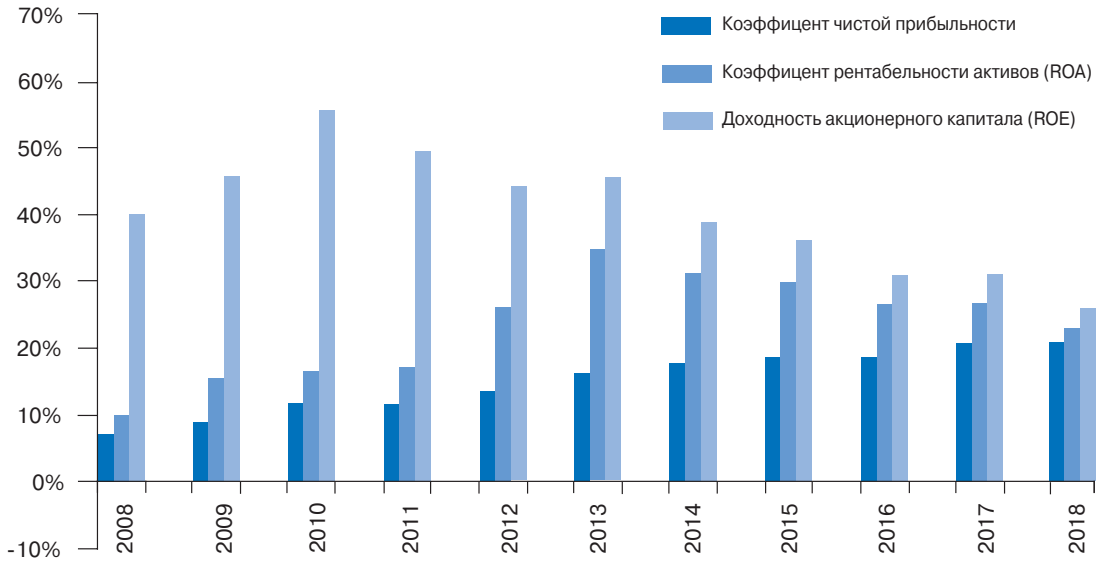
Препараты будут распространяться через собственную сеть медицинских представителей в регионах, работающих с ведущими клиниками и ведущими специалистами.

Результаты операционной деятельности

ИСКЧ работает на высокомаржинальном рынке. Считаем, что выручка компании и EBITDA будут постоянно расти вплоть до 2018 г. без периодов просадки. За счет аккумулирования избыточных чистых денежных средств у компании будет существовать возможность для поглощения конкурентов или игроков других территориальных рынков, а также достаточная финансовая подушка в моменты общерыночных спадов деловой активности.




Валовая прибыль
Операционная прибыль (EBITDA)
Чистая нераспределенная прибыль (Net income)
300%
250%
200%
150%
100%
50%
0%
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018


Коэффицент чистой прибыльности
Коэффицент рентабельности активов (ROA)
Доходность акционерного капитала (ROE)
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018

СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРОГРАММА

- Формирование и развитие рынка стволовых клеток в РФ, его интеграция в мировой рынок, в т.ч. с помощью издания специализированного журнала, проведения научно-практических конференций и семинаров для специалистов в области клеточных технологий и врачей-клиницистов. При этом планируется участие самых авторитетных российских и зарубежных специалистов в сфере клеточных технологий.
- Экспансия услуги банкинга стволовых клеток в регионы РФ, СНГ, Европу и Азию, что сформирует базы для продвижения инновационных продуктов.
- R&D и коммерциализация новых клеточных услуг, продуктов и технологий, инновационных клеточных и ген-терапевтических препаратов.
- Продвижение препаратов на рынке РФ, СНГ, Европы и Азии.
- В перспективе 5 лет – разработка новых продуктов и технологий с последующим выделением и продажей их крупным фармацевтическим и биотехнологическим компаниям.
- Поглощения банков пуповинной крови и биотехнологических компаний с перспективными разработками/патентами.
- Совместные научно-исследовательские работы с РОНЦ РАМН им. Н.Н. Блохина, Институтом общей генетики им Н.И. Вавилова РАН, Институтом гематологии и трансфузиологии, Гематологическим научным центром РАМН, НИИ туберкулеза, НИИ гастроэнтерологии и другими авторитетными научными центрами.

Целевое использование, RUR млн.	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Покупка >50% криобанка в СНГ	51.2								
R&D инновационных препаратов	44.8								
Расширение лаборатории, покупка оборудования	9.6	16					16	16	
Экспансия в регионы РФ	16	16							
Создание новой лаборатории для производства инновационных препаратов		144							
Постройка/покупка нового офиса нового помещения банка и хранилища			33.6	33.6					
Покупка 51% европейского криобанка					48				
Покупка 51% азиатского криобанка						48			
Модернизация иностранных банков				15.4			15.4	14.4	14.4
Итого:	**121.6**	**176**	**33.6**	**49**	**48**	**48**	**31.4**	**30.4**	**14.4**

Инвестиционная программа ИСКЧ на 2010-11 г. составляет 298 млн рублей.

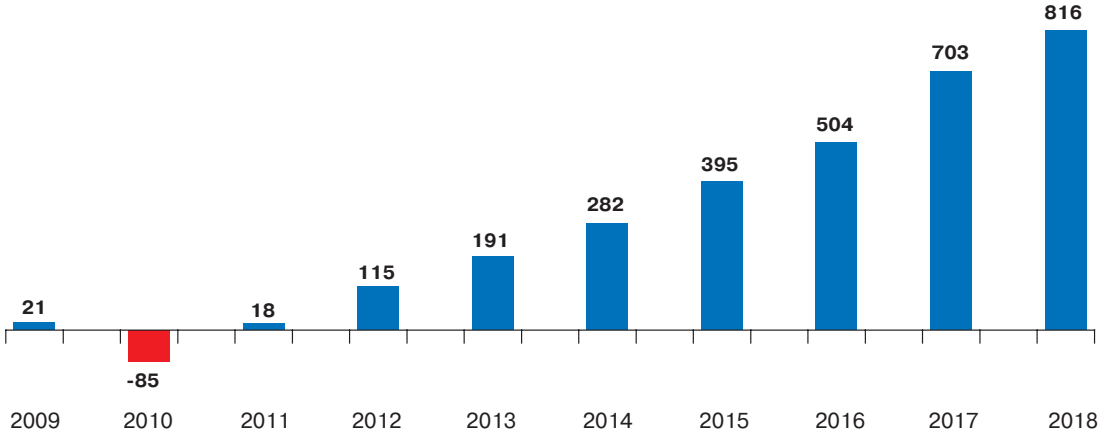
Требуемые инвестиции, 2010-2011	$9.3 млн
Покупка >50% криобанка в СНГ	18%
R&D/коммерциализация препаратов	16%
Расширение лаборатории, покупка оборудования	9%
Экспансия в регионы РФ	11.5%
Создание новой лаборатории для производства инновационных препаратов	45.5%

Результаты за три года (2010-2012): с инвестициями vs. без инвестиций
Доля рынка(Россия) – 70% vs.55%.
Выручка, млн RUR(Россия) – 1 860 vs.1 080.
Доля рынка(страна СНГ) – 60% vs.10%.
Выручка, млн RUR (страна СНГ) – 165 vs.20
3 инновационных клеточных препарата Net Cash Flow, млн RUR – около 246.
Новый российский игрок на международном рынке стволовых клеток.

Прогноз чистого денежного потока, млн. руб.

Сбор и хранение гемопоэтических СК	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT)	17.8	48.8	97.0	160.2	283.4	389.2	549.9	682.5	948.4	1067.5
Налог на прибыль	(3.9)	(10.7)	(21.3)	(35.3)	(62.4)	(85.6)	(121.0)	(150.2)	(208.7)	(234.9)
Прибыль после налогообложения (EBIAT)	13.9	38.1	75.6	125.0	221.1	303.6	428.9	532.4	739.8	832.7
(+) Амортизация основных средств	4.4	14.6	27.4	32.9	39.7	47.8	51.8	46.5	40.6	38.4
(+) Амортизация нематериальных активов	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0
(-) Капитальные расходы	(1.0)	(121.6)	(32.0)	(33.6)	(49.0)	(48.0)	(48.0)	(31.4)	(30.4)	(14.4)
(-) Увеличение рабочего капитала	5.5	(13.4)	(50.3)	(11.1)	(17.3)	(17.6)	(33.3)	(37.6)	(41.9)	(34.5)
(+) Прирост прочих долгосрочных обязательств	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0	.0
(-) Прирост прочих долгосрочных активов	(2.0)	(2.3)	(2.6)	(2.9)	(3.3)	(3.7)	(4.2)	(4.7)	(5.4)	(6.1)
Чистый денежный поток	**20.7**	**(84.6)**	**18.1**	**110.3**	**191.3**	**282.1**	**395.2**	**504.1**	**702.7**	**816.2**

** В EBIT не учитываются доходы от выделения и хранения фибробластоподобных клеток и продаж новых препаратов*



С учетом стратегических планов и инвестиционной программы в 298 млн рублей у ИСКЧ формируется кассовый разрыв в размере 72,1 млн рублей в 2010 и 54,9 млн рублей в 2011 году. Общая потребность в деньгах составляет 127 млн рублей. В тоже время EBIT от продажи «Неоваскулгена» в 2010-2011 годах (примерно 105 млн) носит вероятный характер. Поэтому мы принимаем в качестве денежного потока в 2011 году стоимость капитальных затрат в лабораторию по производству инновационных препаратов, скорректированную на денежный поток от основной деятельности в 2011 году.

В целом потребность в денежных средствах составит 84,6 млн рублей в 2010 году и 125,9 млн рублей в 2011 году. Всего: 210,5 млн рублей.

135-165 млн рублей планируется привлечь на открытом рынке, 20.7 млн рублей – результат 2009 года. Недостающую сумму в размере 24,8-54,8 млн рублей может покрыть денежный поток от выделения и хранения фибробластоподобных клеток. В случае недостатка средств будет привлечено заемное финансирование в объеме до 30 млн через банки-партнеры.

Производство препаратов	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Прибыль до уплаты процентов и налогов (EBIT)										
«Неоваскулген»		15.7	88.8	104.4	142.4	175.7	213.6	208.9	254.5	311.4
«Криоцелл»)				262.1	322.4	398.4	377.0	464.7	572.5	564.5
«Фибробласт»				34.2	45.6	60.7	60.3	80.4	107.2	116.2
Налог на прибыль		(3.1)	(17.8)	(80.1)	(102.1)	(127.0)	(130.2)	(150.8)	(186.8)	(198.4)
Прибыль после налогообложения (EBIAT)		12.5	71.0	320.6	408.3	507.8.	520.7	603.2	757.4	793.7
(+) Амортизация основных средств				(14.4)	(14.4)	(14.4)	(14.4)	(14.4)	(14.4)	(14.4)
(-) Капитальные расходы			(144.0)							
Чистый денежный поток		**12.5**	**(73.0)**	**306.2**	**393.9**	**493.4**	**506.3**	**588.8**	**733.0**	**779.3**

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Мы считаем, что каждое из двух направлений бизнеса компании стоит оценивать отдельно. Для этого существует ряд причин:

1) компания имеет понятный и хорошо управляемый основной бизнес;

2) основной бизнес прогнозируется с достаточно высокой степенью определенности;

3) на рынке нет компаний-аналогов, которые можно сравнить по двум направлениям сразу (криобанки, разрабатывающие и производящие инновационные препараты);

4) компания не имеет зарегистрированных и готовых к продаже препаратов;

5) риски проекта по разработке и коммерциализации препаратов значительно выше рисков основного бизнеса;

6) инвестору удобнее видеть стоимость каждого бизнеса отдельно.

Поэтому стоимость акционерного капитала ИСКЧ равна сумме стоимости акционерного капитала бизнеса основной услуги и инновационных препаратов. Также мы учитываем стоимость внеоперационных активов по балансовой стоимости. К ним мы относим отраженную в балансе стоимость долей дочерних предприятий ИСКЧ. Более того, в оценке стоимости основного бизнеса мы не учитываем выручку от планируемого к реализации направления выделения и хранения фибробластоподобных стволовых клеток ввиду сложности и неоднозначности прогноза спроса на данную услугу.

Проформа прогноза: емкость, объем, насыщенность рынка и выручка ИСКЧ

Емкость и рыночная доля	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Число родившихся, тыс.	1 503	1 457	1 480	1 610	1 718	1 766	1 769	1 768	1 758	1 746	1 735	1 722	1 685	1 649	1 614
География доступности, тыс. родившихся	402.5	390.4	396.3	431.3	460.1	473.1	832.5	840.9	840.8	835.7	834.9	833.8	823.4	813.3	803.7
Платежеспособная целевая аудитория, % от населения	0.4%	0.7%	1.2%	2.8%	3.8%	4.1%	4.5%	4.9%	5.4%	5.9%	6.5%	7.1%	7.7%	8.5%	9.3%
Реальная емкость рынка от общего числа родившихся, тыс. ед.	1.650	2.889	4.934	12.033	17.287	19.450	37.452	41.401	45.303	49.288	53.902	58.925	63.709	68.907	74.558
Количество образцов, тыс. ед.					4.352	5.386	9.127	12.107	16.560	22.837	29.970	37.677	46.846	55.735	60.306
Насыщенность (от общего количества родов в РФ), %					0.25%	0.30%	0.52%	0.68%	0.94%	1.31%	1.73%	2.19%	2.78%	3.38%	3.74%
Рыночная доля ИСКЧ, %				47.6%	53.3%	53.8%	58.8%	69.1%	70.8%	71.5%	70.2%	68.5%	67.3%	65.7%	65.3%
Количество образцов ИСКЧ, ед.	167	425	760	1 498	2 320	2 897	5 369	8 363	11 727	16 222	20 813	25 514	30 829	35 750	38 381
Совокупное количество образцов ИСКЧ, тыс. ед.	0.167	0.592	1.352	2.850	5.17	8.07	13.43	21.76	33.44	49.60	70.33	95.74	126.45	162.05	200.28
Ежегодный рост образцов ИСКЧ , %		154%	79%	97%	55%	25%	85%	56%	40%	38%	28%	23%	21%	16%	7%
Цена услуги и выручка															
Цена забора образца, тыс. рублей	45	45	45	45	45	54.0	54.0	59.4	59.4	65.3	65.3	71.9	71.9	79.1	79.1
Выручка от забора образцов, тыс. рублей		16.85	27.47	53.36	86.08	128.75	252.85	438.15	614.43	934.89	1 199.5	1 617.4	1 954.3	2 493.0	2 676.5
От общей выручки, %		91%	88%	87%	85%	81%	83%	83%	81%	80%	78%	76%	75%	73%	70%
Цена хранения образца, тыс. рублей	3	3	3	3	3	4.0	4.0	4.4	4.4	4.8	4.8	5.3	5.3	5.9	5.9
Выручка от хранения образцов, тыс. рублей		1.74	3.90	8.13	14.77	30.78	51.75	92.89	143.33	234.41	332.87	498.94	659.38	929.97	1149.6
От общей выручки, %		9%	12%	13%	15%	19%	17%	17%	19%	20%	22%	24%	25%	27%	30%
Скорректированная общая выручка, млн. рублей		7.86	27.39	64.68	95.72	156.54	297.21	519.52	746.23	1 148.3	1 513.9	2 086.7	2 588.4	3 381.7	3 805.6
РФ + одна из стран СНГ															
Совокупное количество образцов ИСКЧ, тыс. ед.	0.167	0.592	1.352	2.850	5.170	8.067	17.037	27.596	42.196	61.791	85.953	115.016	149.631	189.407	232.078
Годовой рост, %			128.4%	110.8%	81.4%	56.0%	111.2%	62.0%	52.9%	46.4%	39.1%	33.8%	30.1%	26.6%	22.5%
Совокупная скорректированная выручка, млн. рублей		18.59	31.36	61.48	95.72	157.35	329.30	575.80	822.11	1 251.5	1 624.6	2 224.65	2 742.73	3 573.25	4 017.58

Оценка стоимости бизнеса сбора и хранения гемопоэтических СК

Для оценки основного бизнеса, который устойчиво генерирует денежный поток с 2004 года, мы приняли как основной и наиболее достоверный метод дисконтирования денежного потока (DCF). Для полноты оценки мы использовали метод сделок (криобанки), закрытых в 2008 г. Также был приведен метод мультипликаторов компаний-аналогов, которые занимаются только сбором и хранением СК.

1. Метод DCF

Расчет ставки дисконтирования (средневзвешенной стоимости капитала)

Безрисковая ставка доходности Russia 2018,%	7.85%
Рыночная доходность индекса ММВБ (1997-1п2009), %	24.86%
Премия за рыночный риск, %	17.0%
Премия за прочие риски, %	15.0%
Бета компании-аналога	0.84
D/E (среднее по аналогам)	0.57
Безрычаговая Бета	0.57
Стоимость долга, %	11.7%
Стоимость акционерного капитала, %	36.9%
WACC, %	27.7%

Оценка стоимости акционерного капитала ИСКЧ

Приведенная стоимость свободных денежных потоков прогнозного периода	426.50
Терминальная стоимость (рост 2%)	280.19
Операционная стоимость компании:	706.70
(-) Суммарный долг	(4.8)
(+) Наличные денежные средства	4.26
(-) Доля меньшинства	0
Стоимость собственного капитала	**706.17**
Приведенная стоимость FCF прогнозного периода в % к операционной стоимости	60.4%
Терминальная стоимость компании в % к операционной стоимости компании	39.6%

2. Метод M&A (метод сделок)

Сравнительные параметры

Название компании-цели	Дата сделки	Цена сделки, млн. евро	Размер пакета, %	S	EBITDA	P/S	P/EBITDA
Sejtbank+Archiv Bunek	01.02.2008	3.25	70%	3.327	0.249	1.40	18.65
Cryoclinic	01.03.2008	0.40	50%	0.201	0.054	3.98	14.81
CrioCord+Valor Conexo	27.06.2008	15.00	33%	5.853	2.085	7.71	21.64
Cryo-Save Balcanica	17.07.2008	4.10	50%	1.109	0.327	7.39	25.08
Среднее значение						**4.18**	**16.78**

Оценка стоимости акционерного капитала ИСКЧ

Название	P/S	P/EBITDA
ОАО «ИСКЧ»	95.7	12.3
Мультипликаторы	5.12x	20.04x
Оценка собственного капитала	**490.02**	**247.36**

Среднее значение: 368.69 млн рублей

3. Метод мультипликаторов

Сравнительные параметры в местной валюте по финансовой отчетности

Название компании	EV	EBITDA 2008	EBIT 2008	EV/EBITDA	EV/EBIT
CryoCell (USA): CCEL	32.25	1.10	0.56	29.3	57.5
CordLife (Singapore): CBB	34.96	2.36	1.27	14.8	27.6
Lifebank Cryogenics Corp. (Canada): LBK	3.25	0.22	0.15	14.8	21.6
Vita 34 (Germany): V3V	19.73	-	-2.27	na	na
CryoSave (Netherlands): CRYO	45.95	4.00	2.29	11.5	20.1
BioNet (Taiwan): 1784	1461.84	147.27	90.64	9.9	16.1
Cord Blood America (USA): CBAI	10.64	-0.67	-1.37	na	na
CryoSite (Australia): CTE	6.71	0.83	0.46	8.1	14.6
Среднее значение				**14.7x**	**26.3x**

Оценка стоимости акционерного капитала ИСКЧ

Название	EV/EBITDA	EV/EBIT
ОАО «ИСКЧ»	12.3	8.0
Мультипликаторы	14.7x	26.3x
Оценка EV	181.7	211.1
(-) Суммарный Долг	(4.8)	(4.8)
(+) Наличные денежные средства	4.3	4.3
(-) Доля меньшинства	0	0
Оценка собственного капитала	**181.18**	**210.59**

Среднее значение 195.89 млн рублей

Оценка стоимости бизнеса R&D и коммерциализации трех инновационных препаратов

В настоящий момент данное направление не генерирует денежного потока (затраты покрывает основной бизнес компании) и имеет характер венчурного проекта. Наиболее правильно сравнивать данное направление с R&D-компаниями из сектора биотехнологий (например, Acorda Therapeutics, Acadia Therapeutics и др.). Однако данные компании-аналоги уже имеют поставленный бизнес и генерируют денежный поток.

В силу этого мы склонны полагать, что сопоставление прогнозируемых показателей ИСКЧ с фактическими показателями такого рода компаний не вполне корректно вследствие существенной разницы в риске и присущей венчурной составляющей (нет положительных второй и третьей фаз клинических испытаний; нет коммерциализированных продуктов и технологий).

Поэтому в основу оценки мы заложили теорию и модель реальных опционов, поскольку среди традиционных подходов к оценке стоимости патентов и прав она в наибольшей степени отражает параметры высокотехнологичной компании, обладающие высокой степенью неопределенности в отношении будущего развития и денежных потоков. В рамках опционного подхода выбрана модель Black-Scholes, которая представляет общий случай опционного подхода.

Модель Black-Scholes

В связи с отсутствием рынка интеллектуальной собственности стандартное отклонение мы принимаем равным стандартному отклонению по акциям высокотехнологичных компаний из сектора биотехнологий.

Индустрия	Кол-во компаний	Стандартное отклонение Equity	Стандартное отклонение EV	E/(D+E)	D/(D+E)
Biotechnology	108	70.24%	64.29%	90.92%	9.08%

В связи с прогнозируемым бурным развитием технологий в данной сфере в ближайшие годы моделирование стоимости портфеля патентов будет исходить из срока жизни 10 лет.

Безрисковая ставка доходности по инструментам с дюрацией, аналогичной сроку жизни патента, принята на уровне номинированных в долларах государственных облигаций внешнего займа РФ с погашением 24.07.2018 (Russia-2018). На 10 августа 2009 года эффективная доходность к погашению, % годовых, составила 7,8499 (≈7,85).

«Неоваскулген»	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Кап. затраты		$1 500 000								
Цена единицы	$2 200	$2 200	$2 200	$2 000	$2 000	$2 000	$1 600	$1 600	$1 600	$1 600
Затраты на единицу	$160	$160	$160	$145	$145	$145	$116	$116	$116	$116
Затраты/Цена	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Объем выпуска	300	1700	2000	3000	3700	4500	5500	6700	8200	10000
Чистые продажи	$612 000	$3 468 000	$4 080 000	$5 563 636	$6 861 818	$8 345 455	$8 160 000	$9 940 364	$12 165 818	$14 836 364
SG&A издержки, в % от чистых продаж	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
EBIT	$489 600	$2 774 400	$3 264 000	$4 450 909	$5 489 455	$6 676 364	$6 528 000	$7 952 291	$9 732 655	$11 869 091
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Амортизация (без учета основного патента)			$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000
Чистый денежный поток	$391 680	$719 520	$2 761 200	$3 710 727	$4 541 564	$5 491 091	$5 372 400	$6 511 833	$7 936 124	$9 645 273
Ставка дисконтирования	40%	40%	40%	30%	30%	30%	25%	25%	25%	25%
Дисконтированный денежный поток	$199 837	$262 216	$718 763	$999 407	$940 904	$875 095	$901 339	$874 003	$852 135	$828 523

Цена актива: PV (CF) = $7 506 886
Цена исполнения: PV (R&D) = $500 000
Стоимость патента=$2 594 257

«Криоцелл»	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Кап. затраты	$1 500 000										
Цена единицы		$1 950	$1 950	$1 950	$1 500	$1 500	$1 500	$1 200	$1 200	$1 200	$1 200
Затраты на единицу		$650	$650	$650	$500	$500	$500	$400	$400	$400	$400
Затраты/Цена		33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
Объем выпуска		10000	12300	15200	18700	23050	28400	35000	35000	35000	35000
Чистые продажи плюс		$13 000 000	$15 990 000	$19 760 000	$18 700 000	$23 050 000	$28 400 000	$28 000 000	$28 000 000	$28 000 000	$28 000 000
Роялти		10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Чистые продажи		$11 700 000	$14 391 000	$17 784 000	$16 830 000	$20 745 000	$25 560 000	$25 200 000	$25 200 000	$25 200 000	$25 200 000
SG&A издержки, в % от чистых продаж		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
EBIT		$8 190 000	$10 073 700	$12 448 800	$11 781 000	$14 521 500	$17 892 000	$17 640 000	$17 640 000	$17 640 000	$17 640 000
Налоговая ставка		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Амортизация (без учета основного патента)		$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$0
Чистый денежный поток	($1 500 000)	$6 702 000	$8 208 960	$10 109 040	$9 574 800	$11 767 200	$14 463 600	$14 262 000	$14 262 000	$14 262 000	$14 112 000
Ставка дисконтирования	40%	40%	40%	30%	30%	30%	25%	25%	25%	25%	25%
Дисконтированный денежный поток	($546 647)	$1 744 586	$1 526 328	$2 094 353	$1 525 901	$1 442 535	$1 941 272	$1 531 371	$1 225 096	$980 077	$775 815

Цена актива: PV (CF) = $14 295 351
Цена исполнения: PV (R&D) = $500 000
Стоимость патента=$5 071 597

«Фибробласт»	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Кап. затраты	$1 500 000										
Цена единицы		$2 150	$2 150	$2 150	$1 600	$1 600	$1 600	$1 300	$1 300	$1 300	$1 300
Затраты на единицу		$625	$625	$625	$465	$465	$465	$378	$378	$378	$378
Затраты/Цена		29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
Объем выпуска		1000	1334	1778	2371	3162	4217	5623	7499	10000	10000
Чистые продажи		$1 525 000	$2 033 620	$2 711 876	$2 691 233	$3 588 817	$4 785 765	$5 185 310	$6 914 722	$9 220 930	$9 220 930
SG&A издержки, в % от чистых продаж		30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
EBIT		$1 067 500	$1 423 534	$1 898 313	$1 883 863	$2 512 172	$3 350 035	$3 629 717	$4 840 306	$6 454 651	$6 454 651
Налоговая ставка		20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Амортизация (без учета основного патента)		$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000	$150 000
Чистый денежный поток	($1 500 000)	$1 004 000	$1 288 827	$1 668 651	$1 657 091	$2 159 738	$2 830 028	$3 053 774	$4 022 244	$5 313 721	$5 313 721
Ставка дисконтирования	40%	40%	40%	30%	30%	30%	25%	25%	25%	25%	25%
Дисконтированный денежный поток	($491 983)	$261 349	$239 637	$345 705	$264 084	$264 761	$379 840	$327 896	$345 508	$365 156	$292 125

Цена актива: PV (CF) = $2 594 080
Цена исполнения: PV (R&D) = $500 000
Стоимость патента=$827 536
Справедливая стоимость портфеля опционов из 3х патентов составляет $8.437 млн./RUR 270 млн. (при обязательном условии использования прав на производство только внутри РФ).

Справедливая стоимость акционерного капитала ИСКЧ

Справедливая стоимость акционерного капитала компании состоит из трех элементов: операционная стоимость бизнеса основной услуги, стоимости 3-х выделенных патентов и стоимости внеоперационных активов, которыми владеет ИСКЧ. При взвешивании для получения окончательной оценки мы исходили из равнозначности всех методов.

Стоимость акционерного капитала ОАО «ИСКЧ», млн. рублей	Доля %	100%	20%
DCF (Метод дисконтирования денежного потока)		706.17	141.23
M&A (Метод сделок)		368.69	73.74
Multiplier (Метод рыночных мультипликаторов)		195.89	39.18
Среднее значение операционной стоимости	59.1%	423.58	84.72
+ Внеоперационные активы (дочерние компании)	3.2%	22.7	4.54
+ Стоимость портфеля опционов, не отраженных в балансе	37.7	270	54
Справедливая рыночная стоимость (среднее)	100%	716.28	143.26
Справедливая стоимость 1 акции (75 млн. шт.), рублей		**9.55**	
Справедливая рыночная стоимость (среднее DCF и M&A)		830.13	166
Справедливая стоимость 1 акции (75 млн. шт.), рублей		**11.07**	

Исходя из проведенной оценки, рекомендованный диапазон цен для инвесторов – 9-11 рублей.

Выводы по оценке

1. В результате проведенного анализа мы видим перспективный, динамично развивающийся бизнес с темпами роста, превышающими среднерыночные, постоянно растущим cash flow, относительно низкой капиталоемкостью и высокими показателями рентабельности.

2. Основной бизнес достаточно понятен и предсказуем. В большей степени компания ориентируется на лучшие западные бизнес-модели, анализируя как положительный, так и отрицательный опыт с момента появления в 1992 г. первого банка СК .

3. Выручка компании растет за счет роста спроса как на услугу, так и на биотехнологии в целом. Более того, компания планирует повысить выручку по основному бизнесу на 25-35% за счет предложения клиентам комплексной услуги по забору, выделению и хранению кроветворных и фибробластоподобных стволовых клеток.

4. Наибольший интерес представляет венчурное направление компании: R&D и коммерциализация инновационных клеточных препаратов. Здесь скрывается значительный потенциал роста как бизнеса, так и его стоимости. В то же время здесь существуют клинические риски, характерные для всей биофармацевтической отрасли.

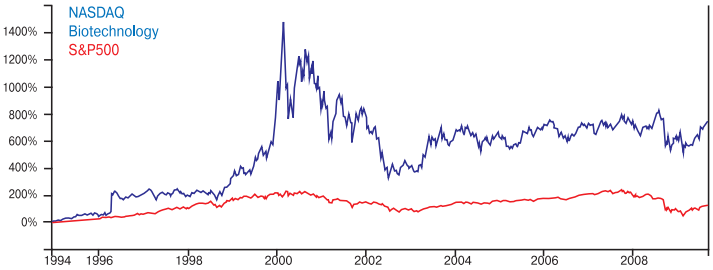
5. Мы тяготеем к принятию стоимости основного бизнеса, установленной по методам DCF и M&A. Использовать метод мультипликаторов в кризисный период нам представляется некорректным ввиду неадекватной оценки генерируемого ИСКЧ денежного потока, а также деформированных ожиданий инвесторов, заложенных в цены аналогов. Кроме того, негативное влияние на справедливые цены оказывает незначительная ликвидность этих компаний.

ФОНДОВЫЙ РЫНОК И BIOTECH-ИНДУСТРИЯ

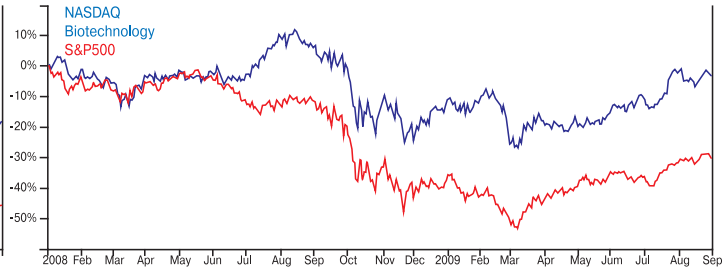
Факторы успеха

1) ИСКЧ – лидер рынка стволовых клеток в России.
2) Действующий бизнес с долгосрочными темпами роста выручки не менее 30% в год.
3) R&D – проекты, реализация которых в РФ приведет к взрывному росту капитализации.
4) Открытость компании и высокий уровень корпоративного управления.
5) Отсутствие на фондовом рынке подобных инвестиционных предложений.
6) Заявленная эмитентом привлекательная дивидендная политика после IPO – 15-20% от чистой прибыли.
7) Наличие в структуре научной лаборатории с перспективными разработками/патентами будет приводить к положительной переоценке продуктового портфеля ИСКЧ.
8) В случае успеха в РФ – вывод клеточных и ген-терапевтических препаратов на рынки СНГ, Европы и Азии, который обеспечит устойчивый рост капитализации в долгосрочной перспективе.

Динамика индекса биотехнологий с 1994 г.



Динамика индекса биотехнологий с 2008 г.



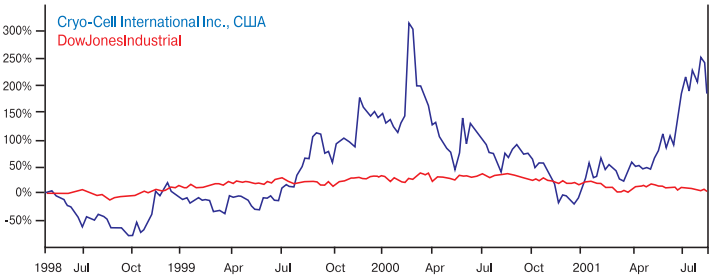
Сектор биотехнологий

Nasdaq Biotechnology Index включает более 200 компаний, занимающихся разработкой инновационных лекарственных препаратов и новых методов лечения заболеваний.

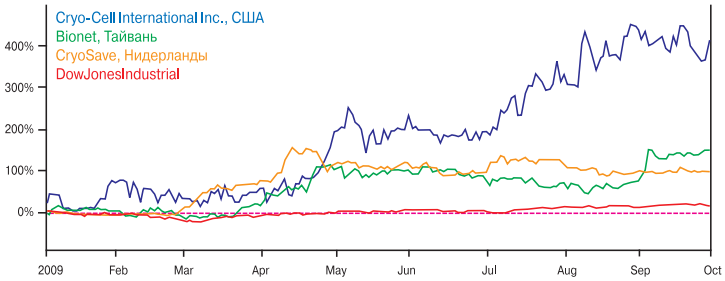
Мы предполагаем, что динамика акций ИСКЧ будет схожа с общим растущим трендом биотехнологических компаний. Мы видим значительную доходность на растущем долгосрочном тренде и более «сильные» показатели в кризисные и посткризисные периоды. В то же время компании сектора обладают волатильностью, что говорит об акциях биотеха как об инструменте, подходящем для спекулятивных игроков.

Сектор компаний-аналогов – банки СК

Пример первого IPO банка СК



Динамика акций СК с начала 2009 г.

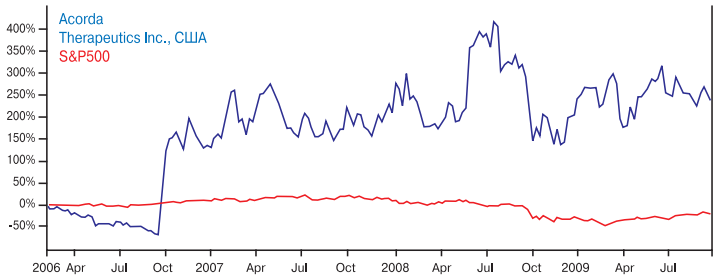


Акции компаний-аналогов выглядят лучше рынка. Отсутствие цикличности отрасли – залог планомерно растущего денежного потока и капитализации. В то же время примеры неудач некоторых компаний связаны с перегрузкой долгом в целях поглощений, что негативно отражается на капитализации в течение длительного времени.

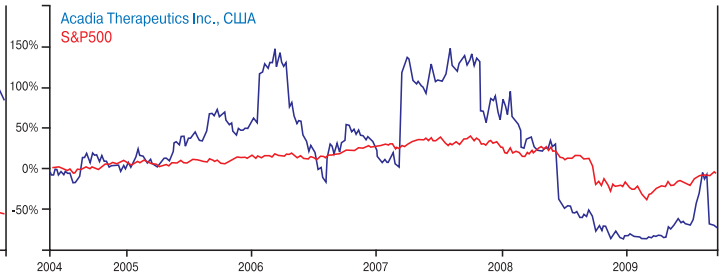
Отличие ИСКЧ от классических частных банков сбора и хранения СК в том, что, кроме банка СК, компания развивает более маржинальное направление деятельности – R&D и коммерциализацию инновационных препаратов. В перспективе нескольких лет это направление значительно превысит бизнес по хранению СК, по объему выручки и доле в прибыли.

Сектор компаний-аналогов – R&D-компании

IPO компании с препаратом на стадии преклиники



IPO компании с препаратом на 2-ой стадии



Размещение акций ИСКЧ как разработчика лекарственных препаратов будет проходить на стадии клинических испытаний. Таким образом, существует вероятность получения неудачных результатов клинических испытаний, что может привести к негативным финансовым последствиям для компании.

В то же время в феврале 2004 года биофармацевтическая компания Acorda (неврология) провела IPO, основываясь только на положительных лабораторных испытаниях своего препарата. После успеха 3-й фазы клинических испытаний акции компании выросли более чем в 4 раза, отразив в оценке стоимости компании прогноз будущего денежного потока от реализации препарата.

Другим ярким примером стала компания Acadia (неврология), проводившая IPO на 2-й стадии клинических испытаний. Препарат оказался весьма успешным, что отразилось в значительном росте капитализации компании в период с момента IPO по начало 2007 года.

Дальнейшие взлеты и падения капитализаций этих компаний были связаны с рядом успехов и неудач в клинических испытаниях других препаратов.

Эмитент

ОАО «ИСКЧ»	www.hsci.ru
Генеральный директор Исаев Артур	(495) 646-80-76 isaev@gemabank.ru
Зам. директора по связям с инвесторами Блохина Светлана	(495) 646-80-76 moscow@gemabank.ru

Листинговый агент, организатор

ЗАО «АЛОР ИНВЕСТ»	www.alor.ru
Руководитель управления корпоративных финансов: Дрёмин Максим	(495) 98-024-98 (доб.1411) md@alor.ru
Руководитель отдела стратегических инвестиций и консалтинга: Орлов Артем	(495) 98-024-98 (доб.1418) orlov@alor.ru
Старший аналитик M&A: Рамазанов Дмитрий	(495) 98-024-98 (доб.1413) ramazanov@alor.ru