



## Обзор результатов за II квартал

## Инвестиционный холдинг

## ИСКЧ | ISKJ

ИНСТИТУТ  
СТВОЛОВЫХ  
КЛЕТОК  
ЧЕЛОВЕКА

## Основные данные

Московская биржа	ISKJ	Р 69
Капитализация	Млн Р	5 800

Финансовые показатели		2020	2021	2022П
Выручка	тыс.	1 084 023	1 180 790	1 057 975
Изменение	%	29,7%	8,9%	-10,5%
ЕБИТДА	тыс.	204 561	155 182	146 495
Маржа	%	18,9%	13,1%	13,9%
Чистая прибыль	тыс.	103 404	33 547	12 392
Маржа	%	9,5%	2,8%	1,2%

Мультипликаторы		2020	2021	2022П
P/B		6,9	21,2	11,87
P/S		2,6	8,3	5,29
P/E		27,7	291,1	451,62
P/FCF	FCF Neg.		76,6	24,15
EV/S		3,0	8,6	5,71
EV/ЕБИТДА		15,9	65,7	41,25
Net debt / ЕБИТДА		1,9	2,7	3,05
ROA		18,0%	5,1%	0,7%
ROE		24,9%	7,3%	2,6%

Динамика	за неделю	за месяц	за полгода	за год
ИСКЧ	2,2%	14,4%	-15,1%	-29,4%
Индекс Мосбиржи	0,4%	3,2%	6,0%	-28,4%

Индекс Мосбиржи	1,9	1,0	5,9	-40,1
-----------------	-----	-----	-----	-------

52w Hi - Lo	797,6
	260,4

Цены на 18 января 2023. По данным ПАО «Московская Биржа»

Александра Шмидт  
(младший аналитик)[shmidt@cifra-broker.ru](mailto:shmidt@cifra-broker.ru)

Код ценной бумаги	ISKJ
Полное наименование	ПАО «ИСКЧ»
Краткое наименование	ИСКЧ ао
ISIN код	RU000A0JNAB6

Номер государственной регистрации 1-01-08902-А  
Инструмент доступен неквалифицированным инвесторам после прохождения тестирования

## ПОКУПКА

Цель на горизонте 12 месяцев:

94 руб.

Стоп-аут:

50 руб.

BUY

## О компании

## Институт Стволовых Клеток Человека (ПАО «ИСКЧ»).

Российская биотехнологическая компания. Среди активов - компании, ведущие деятельность в области фармацевтики, генной терапии, криоконсервации, медицины. Резидент Сколково.

## Основные события

- «Неоваскулген» включен в программу ОМС г. Москвы.**  
У жителей и гостей столицы появится возможность получить лечение за счет средств ОМС. В настоящее время ООО «НекстГен» (входит в группу ИСКЧ) проводит доклинические исследования, направленные на расширение применения препарата для лечения синдрома диабетической стопы (СДС), и готовится к клиническим испытаниям лечения интерстициального цистита.
- Завершена I-II фаза испытаний вакцины от коронавируса.**  
Результаты тестирования вакцины «Бетувакс-КоВ-2» подтвердили ее безопасность, переносимость и иммуногенность. Компания готовит документы для ускоренной регистрации препарата.
- Гемабанк создает портфель геннотерапевтических препаратов.**  
Разработка, по оценке компании, займет 2 - 3 года. Средства привлечены путем размещения облигаций ММЦБ на Московской бирже на сумму 200 млн руб. на срок 4,5 года по ставке 14% годовых (частично субсидируется). Средства будут направлены также на расширение текущего бизнеса. Рейтинг облигаций от АКРА - ВВ+.
- ПАО ММЦБ выплатило дивиденд.** Собрание акционеров одобрило выплату дивиденда в размере 53 руб. на акцию (около 80 млн руб.). На миноритарных акционеров приходится около 15 млн руб., 65 млн руб. гросс получит мажоритарный акционер ИСКЧ.

## Результаты за 9 месяцев по РСБУ

- ПАО ММЦБ отчиталось за 9 месяцев по РСБУ.**  
Выручка составила 192 481 тыс. руб. (198 118 тыс. руб. за 9 мес. 2021 г.). Операционная прибыль составила 104 767 тыс. руб. Чистая прибыль составила 76 598 тыс. руб. (102 268 тыс. годом ранее).

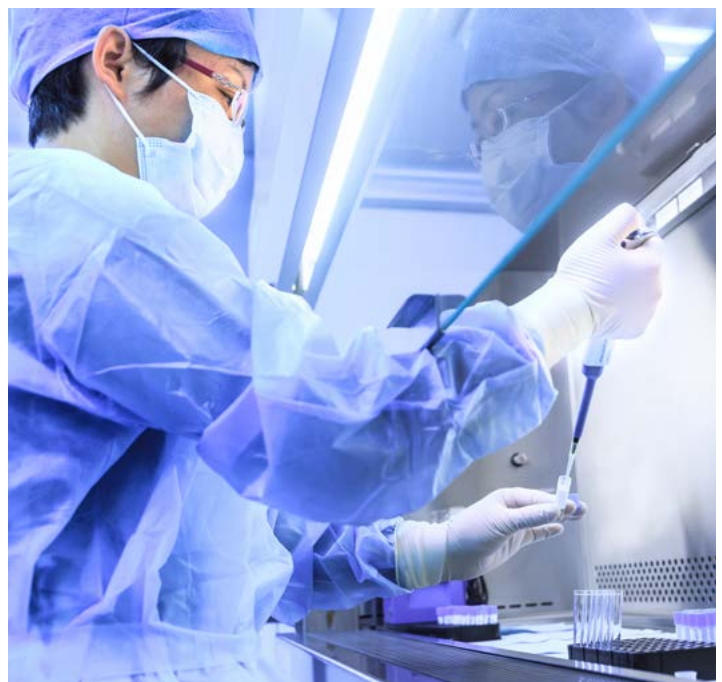
## ПАО ИСКЧ отчиталось за 9 месяцев по РСБУ.

- Выручка составила 59 931 тыс. руб. (+18% г/г).** Операционный убыток составил 36 367 тыс. руб. (-29 663 тыс. руб. за 9 мес. 2021 г.) Чистая прибыль составила 124 637 тыс. руб. (47 707 тыс. руб. годом ранее). Увеличение прибыли обусловлено ростом доходов дочерних компаний.

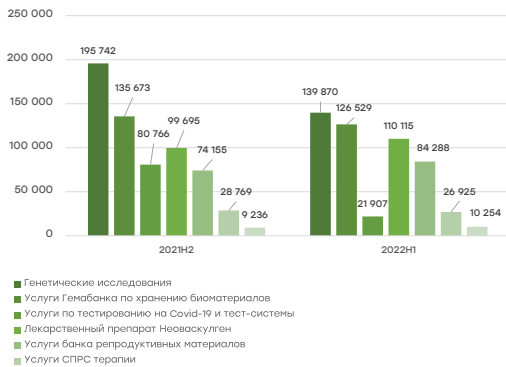


## Результаты за I полугодие по МСФО

- Выручка.** Консолидированная выручка составила 519 888 тыс. руб. (-16,6% пг/пг, -6,6% г/г). Выручка от реализации услуг по генетическим исследованиям составила 25% от общей выручки, или 139 870 тыс. руб. (-28% пг/пг, -23% г/г). Выручка от услуг по тестированию на COVID-19 сократилась на 72% г/г, и теперь ее доля в консолидированной выручке составляет 4%. Выручка услуг Гемабанка составила 126 529 тыс. руб. (-6,7% пг/пг, -3% г/г). Выручка от продажи лекарственного препарата Неоваскулген составила 110 115 тыс. руб. (+10% пг/пг, +46% г/г). Выручка услуг Репробанка составила 84 288 тыс. руб. (+13% пг/пг, +38% г/г). Консолидированная выручка за 12 месяцев составила 1 144 млн руб. (-3,7% г/г).
- Операционные расходы.** Операционные расходы составили 456 531 тыс. руб. (-20% пг/пг, -7% г/г). Расходы на оплату труда (26% всех операционных расходов незначительно изменились по сравнению с предыдущим полугодием). На 17% сократились расходы на сырье и материалы, что главным образом связано со снижением объемов тестирования.
- ЕБИТДА, прибыль.** Показатель ЕБИТДА составил 93,4 млн руб. (маржа 18%). Показатель ЕБИТДА за 12 месяцев составил 169,3 млн руб., что соответствует рентабельности 14,8%. ЕБИТДА Гемабанка составила 63,5 млн руб. Чистая прибыль составила 30 млн руб. (+15% г/г). Прибыль за 12 месяцев составила 37 627 тыс. руб.
- Капзатраты, долг.** Объем капзатрат вырос до 97,4 млн руб. (53,5 млн руб. годом ранее). Общий долг группы достиг 623 млн руб. Чистый долг составил 563,4 млн руб. (+33% с начала года). Долговая нагрузка выросла до 3,3х LTM ЕБИТДА. Поток средств от операционной деятельности составил 47,4 млн руб.



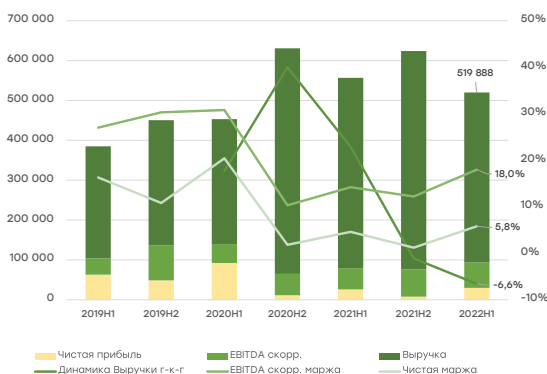
Выручка, тыс. руб.



Выручка - ПП 2022 г., тыс. руб. и %



Основные финансовые результаты, тыс. руб. и %





## Наша оценка и ожидания

- **Динамика выручки.** Сокращение выручки по направлению генетических исследований связано с падением потребительского спроса как на фоне скачка цен из-за резких курсовых колебаний в марте-апреле, так и изменений в потребительском поведении. Сокращение выручки от услуг по тестированию на коронавирус связано со снижением уровня заболеваемости COVID-19. Рост выручки возобновится, вероятнее всего, с 2023 года на фоне повышения тарифов и стабилизации экономической ситуации в стране.
- **Рентабельность, долг.** Несмотря на сокращение выручки по ряду ключевых направлений, рентабельность EBITDA и чистой прибыли удалось увеличить выше уровня 2021 года. Тем не менее обращает на себя внимание то, что чистый долг увеличился до 563,5 млрд руб. (3,3x 12M EBITDA), что соответствует высокому уровню долговой нагрузки. До конца года она может вырасти незначительно даже в случае предъявления по оферте облигаций к погашению на сумму 30 млн руб. в декабре. Показатели ROA и ROE после 2020 года значительно снизились, что является негативным фактором для инвестиционной привлекательности. А мультипликатор Price-to-Book находится выше 10x.
- **Конъюнктура рынка остается неопределенной.** Баланс рисков в ряде бизнес-сегментов компании ухудшается. Угасание пандемии COVID-19 и снижение объема международных пассажирских перевозок негативно влияют на спрос на тестирование и перспективы внедрения вакцины от коронавируса. По другим направлениям конъюнктура рынка выглядит более благоприятной. В долгосрочном плане снижение ключевой ставки приведет к уменьшению льгот по облигационным займам. Мы ориентируемся на консервативный прогноз выручки на ближайшие годы.

Продукт	Разр.	ДКИ	КИ	Рынок
Бетувакс				
Неоваскулген				
Гистографт				

## Драйверы роста

- **Устойчивые рыночные позиции.** Компании группы ИСКЧ сохраняют сильные позиции на рынке в своих сегментах. Мировой рынок генетических тестов на сегодня превышает \$15 млрд., среднегодовые темпы роста превышают 11%. Рынок пренатального тестирования превышает \$4 млрд, а ежегодные темпы роста 13%. Рынок генетических исследований в России составляет порядка \$60 млн. Учитывая высокие компетенции, Genetico может увеличить свои позиции на рынке. Сейчас компания является одним из лидеров локального рынка неинвазивного пренатального тестирования (NIPT) и предимплантационного генетического тестирования (PGT).
- **Государственная политика.** В систему ОМС включается все больше видов высокотехнологической помощи и генетических лекарственных препаратов. Включение онкогенетических тестов, NIPT, NGS и PGT является драйвером роста рынка. Ведутся исследования по расширению препарата Неоваскулген, что позволит увеличить долю рынка.
- **Частно-государственное партнерство.** Заинтересованность в выводе на рынок вакцины нового поколения проявляет государство: заключено соглашение со структурой Ростехнологий о создании комбинированной вакцины против гриппа и коронавируса – сейчас аналогов нет на рынке.
- **Успешное продвижение разработок.** Потенциал новых продуктов значительный, по нашим расчетам темпы роста продаж на горизонте пять лет составят 16-30%. Потенциал будет раскрываться по мере роста продаж новых продуктов.

## Стадии разработки и внедрения продуктов

Разработка	12 – 30 мес.
Доклинические исследования	6 – 12 мес.
Клинические испытания	12 – 60 мес.
Одобрение препарата	3 – 60 мес.
Вывод на рынок	



## Перспективные направления

- **Бетусфера.** Платформа для вакцин от ОРВИ (COVID и гриппа), а также ВПЧ. Три препарата находятся в стадии клинических испытаний и с высокой вероятностью могут выйти на рынок до конца года. Возможности производства позволяют выпускать до 200 млн доз в год. Мы предполагаем, что на первоначальном этапе комбинированная вакцина будет выпускаться в объеме 4-5 млн доз, в перспективе выпуск может увеличиться до 20-30 млн доз. Вакцинация от COVID-19 и гриппа находится в календаре прививок в качестве ежегодной. В будущем Бетусфера может стать одним из основных драйверов выручки.
- **Неоваскулген.** Препарат уже применяется для лечения ишемии нижних конечностей, и в настоящее время проводятся клинические исследования для использования препарата для лечения синдрома диабетической стопы. Проводятся исследования и доклинические испытания по расширению применения в лечении цистита, облысения и атрофии нервов.
- **Гистографт.** Платформа для широкого спектра препаратов для костной и иной пластики. В настоящее время все подобные препараты импортируются, что создает риски поставок и роста цен. В будущем минимум часть импортных препаратов может быть замещена, а конкуренты на внутреннем рынке среди производителей отсутствуют.

## Риски

- **Ослабление пандемии COVID-19.** Во II полугодии 2020 года на услуги по тестированию на коронавирус приходилось 25% консолидированной выручки. В I полугодии 2022 г. выручка по этому направлению сократилась на 136 млн руб. (в семь раз), и сейчас составляет около 4% в общей выручке. Операционные расходы сократились приблизительно на 86 млн руб. на фоне снижения выручки по направлению. Учитывая относительно низкую долю в выручке, дальнейшее сокращение будет не столь значимым для бизнеса. Отчасти в будущем падение доходов по этому направлению может быть компенсировано продажей вакцины от коронавируса. Однако, в Москве средства на лечение коронавируса в бюджет на I кв. 2023 г. не заложены.
- **Риск сокращения доходов по отдельным направлениям.** Ухудшение ситуации в экономике в краткосрочной перспективе может привести к снижению выручки по направлениям генетических исследований. В первую очередь, это связано со снижением спроса. При этом, пропорционально сократить расходы либо увеличить тарифы без эффекта падения выручки, по всей видимости, будет сложно. В среднесрочной перспективе, на горизонте года, спрос, скорее всего, стабилизируется.
- **Риск потери льгот.** В настоящее время компании группы пользуются налоговыми льготами как резиденты Сколково и осуществляющие медицинскую деятельность. Также компании получают гранты на исследования. В связи с ухудшением ситуации в экономике нельзя исключать пересмотра государственной политики по предоставлению льгот.
- **Геополитические риски.** Генетическое тестирование на 95% зависит от импортных технологий и материалов. Стоимость реагентов и оборудования в 2,0 – 2,5 раза выше, чем в США. Санкции, курсовые колебания, логистические сложности могут привести к удорожанию услуг и, как следствие, оттоку покупателей.
- **Снижение инвестиционной привлекательности биотехнологических компаний.** Инновационные компании никогда не были особенно популярны у инвесторов. Иностранные фонды не могут совершать сделки с российскими активами. На Московской бирже в настоящее время не осталось ни одного фонда, доступного простым частным инвесторам, декларация которого предусматривает инвестиции в отечественные биотехнологические компании, как одно из приоритетных направлений. Кроме того, со следующего года инвесторы могут потерять налоговые льготы на продажу акций инновационных компаний.
- **Высокая волатильность.** На фоне большого числа частных инвесторов на бирже и высокой доли в оборотах, в последнее время наблюдается тенденция, когда обороты в традиционных «голубых фишках» снижаются, а в число акций с наибольшим торговым оборотом попадают акции, прежде гораздо менее ликвидные. Это приводит к резким и часто не мотивированным колебаниям котировок.



## Техническая картина

- **Нисходящий тренд, похоже, сломлен.** С сентября акции ПАО «ИСКЧ» отскочили на 40% после продолжительного снижения, затем перешли в боковой тренд. В настоящее время формируется восходящий тренд. Индикаторы показывают вероятность его усиления, ближайшим сопротивлением является уровень 85 руб. Однако значимость технического анализа для акций ИСКЧ, на наш взгляд, не стоит переоценивать из-за ограниченной ликвидности бумаги.



## Резюме

- **Отчетность оцениваем позитивно, но она не является сильным драйвером роста.** Мы полагаем, что волатильность в акциях ИСКЧ будет повышенной, учитывая относительно невысокую ликвидность. Интерес к бумагам в среднесрочном плане будет исключительно спекулятивным. На динамику торгов будут влиять преимущественно новостной фон и техническая картина. Акции доступны неквалифицированным инвесторам только после прохождения тестирования. Интерес со стороны крупных фондов, вероятнее всего, будет низким из-за невысокого спроса со стороны инвесторов на акции биотехнологических компаний и не привлекательных мультипликаторов. Бумаги подходят для консервативных инвесторов и на длинный срок. В случае успеха коронавирусной вакцины и повышения темпов роста ее продаж, оценка стоимости бизнеса может быть увеличена в несколько раз на горизонте нескольких лет.

## Ограничение ответственности

«Цифра брокер» (коммерческое наименование ООО ИК «Фридом Финанс», ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15, офис 18.02). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: <https://cifra-broker.ru/> Телефон: +7 (495) 783 91 73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Настоящие аналитические материалы созданы «Цифра брокер» по заказу компании на платной основе. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать. Сведения о ценной бумаге: эмитент – публичное акционерное общество «ЭсЭфАй», ISIN RU000A0JWV89, источник раскрытия: <https://e-disclosure.ru/>, <https://sfiholding.ru/>.