ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 17

ФАРМАЦЕВТИКА И МЕДИЦИНА
защитный сектор с потенциалом роста

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Фармацевтика и медицина: защитный сектор с потенциалом роста

«Автор»
2026

Гурьев В.

Фармацевтика и медицина: защитный сектор с потенциалом роста / В. Гурьев — «Автор», 2026

Здоровье — расход, на котором люди экономят в последнюю очередь. Поэтому фармацевтику и медицину считают защитными секторами, способными расти даже в кризис. Эта книга знакомит инвестора с российским рынком здравоохранения: производителями лекарств, аптечными сетями и частными клиниками. Вы узнаете, как импортозамещение меняет рынок лекарств, как устроена регистрация препаратов и почему разработка нового лекарства занимает годы. Мы разберём бизнес-модели частной медицины, роль госзакупок и обязательного медицинского страхования. Вы научитесь оценивать компании здравоохранения по их особым метрикам и находить среди них те, что сочетают устойчивость с потенциалом роста.AI was used in the preparation of the book.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

Содержание

Глава 1. Здоровье не ждёт кризиса 6
Глава 2. Кто платит за здоровье 13
Глава 3. Путь таблетки от завода до прилавка 21
Глава 4. Десять лет до первой упаковки 29
Глава 5. Патент, дженерик и биоаналог 37
Конец ознакомительного фрагмента. 44

Виталий Гурьев
Фармацевтика и медицина: защитный сектор с потенциалом роста

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Здоровье не ждёт кризиса

В половине восьмого утра Нина открывает дверь своей аптеки на тихой улице в Туле и первым делом включает чайник в подсобке. Тридцать лет она работает провизором, из них двенадцать заведует этой небольшой аптекой «у дома», которой владеет местный предприниматель. Пока закипает вода, она по привычке открывает в телефоне приложение брокера и видит сплошной красный цвет. Вечером накануне на рынок обрушилась тревожная новость, индекс за одну сессию потерял больше пяти процентов, и теперь все бумаги в её портфеле стоят дешевле, чем вчера. Нина вздыхает, убирает телефон в карман халата и идёт снимать кассу.

Через десять минут в аптеку заходит первый покупатель, пожилой мужчина с потёртым рецептом на препарат от давления. Следом появляется молодая мама, которой срочно нужно жаропонижающее для ребёнка, затем женщина средних лет с длинным списком витаминов и мазей. К обеду через кассу проходит около сотни человек, и ни один из них не спрашивает, что случилось вчера на бирже. Нина ловит себя на простой мысли: падение котировок никак не изменило того, что люди болеют, стареют и лечатся. Давление у пожилого покупателя не стало ниже из-за плохих новостей, а температура у ребёнка не дождалась, пока рынок успокоится.

В тот же день, за восемьсот километров от Тулы, её сын Роман заканчивает утренний обход в кардиологическом отделении частного госпиталя в Казани. Ему тридцать один год, он кардиолог, работает в госпитале, который принадлежит крупной медицинской группе с клиниками в нескольких городах. Между пациентами он тоже заглядывает в телефон, видит минус в портфеле и пишет матери короткое сообщение с вопросом, не пора ли всё продать. Нина отвечает фотографией очереди у кассы и подписью, что у неё, кажется, кризиса нет. Роман смеётся, но вечером, вернувшись домой, долго думает над этой фотографией.

Эта сцена хорошо передаёт ощущение, с которого у многих начинается интерес к здравоохранению как к объекту инвестиций. Человек видит, что экономика лихорадит, что люди откладывают покупку машины, ремонт квартиры и поездку в отпуск, но при этом продолжают покупать лекарства, ходить к врачу и сдавать анализы. Возникает естественный вопрос: если спрос на лечение так устойчив, то, может быть, и акции компаний, которые лечат, должны быть устойчивее остальных? Ответ на этот вопрос сложнее, чем кажется на первый взгляд, и вся эта книга посвящена тому, чтобы разобраться в нём честно, без восторгов и без лишнего скепсиса.

Сначала договоримся, о какой отрасли идёт речь, потому что слово «здравоохранение» объединяет очень разные бизнесы. Когда инвестор говорит о секторе здравоохранения на бирже, он имеет в виду несколько групп компаний, которые зарабатывают на здоровье людей по-разному. Первая и самая известная группа — производители лекарств, то есть фармацевтические компании, которые разрабатывают, выпускают и продают препараты. Вторая группа — те, кто доводит лекарство до покупателя: фармацевтические дистрибьюторы, крупные оптовые компании, и аптечные сети. Третья группа — поставщики медицинских услуг, прежде всего частные клиники, госпитали и сети стоматологий.

К этим трём группам добавляются ещё две, которые часто остаются в тени. Лабораторные сети и диагностические центры зарабатывают на анализах, томографии и других исследованиях, без которых сегодня не обходится ни один диагноз. Производители медицинских изделий выпускают всё, от одноразовых шприцев и перевязочных материалов до аппаратов искусственной вентиляции лёгких и томографов. Каждая из этих групп живёт по своим законам, у каждой свои источники выручки, свои риски и свои способы оценки. Мы пройдём их по очереди и увидим, что общая вывеска «защитный сектор» скрывает за собой бизнесы с очень разной судьбой.

На российском рынке выбор публичных компаний здравоохранения пока невелик по сравнению с американским или европейским, где сектор насчитывает сотни эмитентов. На

Московской бирже обращаются акции нескольких производителей лекарств, аптечных сетей и сетей клиник, часть из которых пришла на биржу через первичные размещения в 2020-х годах. Именно поэтому разговор о секторе для российского инвестора всегда немного шире списка конкретных тикеров. Понимая, как устроена отрасль в целом, вы сможете оценить и те компании, что уже торгуются, и те, что выйдут на рынок завтра. В этой книге мы сознательно не называем реальные российские фармкомпании, сети и клиники и не обсуждаем торговые названия препаратов, а все расчёты строим на условных примерах.

Теперь вернёмся к главному наблюдению Нины и разберём, почему спрос на лечение так слабо связан с экономическим циклом. Экономисты делят товары и услуги на те, без которых можно обойтись, и те, без которых обойтись нельзя. Новый смартфон, поездка на море или ужин в ресторане относятся к первой категории: когда доходы падают, их покупку легко отложить на год или два. Таблетки от давления, инсулин для больного диабетом или операция на сердце относятся ко второй категории, потому что отказ от них угрожает жизни. Человек может сэкономить на чём угодно, но не на том, что держит его на ногах.

Хроническая болезнь не берёт отпуск на время кризиса, и в этом её главное отличие от любой другой потребности. Если у человека гипертония, он принимает лекарство каждый день, независимо от того, растёт курс рубля или падает, снизилась ли его зарплата или выросла. Пациент с диабетом нуждается в препаратах и расходных материалах, пациент после инфаркта годами принимает несколько лекарств одновременно. Значительная часть выручки производителей и аптек приходится именно на такие повторяющиеся покупки, которые по своей природе ближе к коммунальным платежам, чем к обычной торговле. Люди меньше ездят и меньше тратят на развлечения, но продолжают регулярно покупать то, что назначил врач.

Острые болезни тоже не подчиняются экономическому календарю. Грипп приходит каждую зиму, травмы случаются круглый год, дети болеют в детском саду в любой фазе цикла. Конечно, в трудные времена люди чаще идут не в платную клинику, а в государственную поликлинику, выбирают более дешёвый препарат вместо дорогого и откладывают плановое лечение зубов. Эти сдвиги важны, и мы подробно разберём их в следующих главах, потому что именно они определяют, какие компании сектора страдают в кризис, а какие нет. Однако общий объём лечения меняется гораздо меньше, чем объём продаж автомобилей, бытовой техники или жилья.

Экономисты называют такой спрос неэластичным, то есть слабо реагирующим на изменения цены и дохода. Если цена на билеты в кино вырастет вдвое, многие перестанут ходить в кино, а если вдвое подорожает жизненно необходимое лекарство, большинство пациентов всё равно его купит, урезав другие расходы. Для бизнеса это означает предсказуемую выручку, а для инвестора — более спокойную динамику прибыли в плохие годы. Именно поэтому в мировой практике здравоохранение традиционно относят к защитным секторам, вместе с коммунальными компаниями и производителями товаров повседневного спроса. Когда на рынке начинается паника, деньги часто перетекают из компаний, чувствительных к циклу, в такие тихие гавани.

Репутация защитного сектора подкреплена и историческим опытом развитых рынков. Во время глобального финансового кризиса 2008 года американский рынок акций в целом рухнул сильнее, чем его медицинская часть, а прибыль крупных фармкомпаний почти не пострадала. Похожая картина наблюдалась и в других спадах: акции производителей лекарств, как правило, падали меньше рынка, а в отдельные периоды даже росли, когда всё остальное дешевело. Инвесторы, пережившие несколько кризисов, хорошо запомнили этот урок и в тревожные времена увеличивают долю здравоохранения в портфеле. Отсюда и возникла устойчивая формула, вынесенная в название этой книги: защитный сектор с потенциалом роста.

Однако за словом «защитный» прячется ловушка, в которую регулярно попадают начинающие инвесторы. Защитный не означает безрисковый, и это различие стоит понять с самого

начала. Защитность описывает поведение отрасли в целом относительно экономического цикла, а не судьбу каждой отдельной компании. Спрос на лекарства в стране может оставаться стабильным, и при этом конкретный производитель может потерять половину выручки, потому что истёк патент на его главный препарат или государство снизило цену. Аптечный рынок может расти, а конкретная сеть может разориться под давлением более сильных конкурентов.

Есть и второе важное уточнение, которое касается уже не бизнеса, а цены акций. Даже если прибыль компании в кризис почти не снижается, её акции всё равно могут упасть вместе с рынком, потому что в панике продают всё подряд. Инвесторы, которым срочно нужны деньги, избавляются в первую очередь от того, что легко продать, а это часто именно надёжные и ликвидные бумаги. Защитность проявляется не в том, что акция не падает, а в том, что она обычно падает меньше и быстрее восстанавливается, когда паника проходит. Вспомните фотографию очереди, которую Нина отправила сыну: очередь в аптеке никуда не делась, но котировки в её портфеле в тот день всё равно были красными.

Третья особенность защитности связана с ценой, которую за неё приходится платить. Рынок давно знает о стабильности здравоохранения и часто оценивает такие компании дороже, чем циклические бизнесы с той же прибылью. Инвестор, покупающий защитную акцию, нередко переплачивает за спокойствие, и если он купил её на пике популярности, то защита может обернуться годами слабой доходности. Мы ещё вернёмся к тому, как измерить эту премию за защитность и когда она становится чрезмерной. Пока важно запомнить, что спокойный бизнес и спокойная инвестиция — это не одно и то же.

Чтобы почувствовать разницу между защитным и безрисковым, полезно проделать небольшой мысленный опыт с цифрами. Допустим, вы вложили 300 000 рублей в акции циклической компании, например производителя строительных материалов, и ещё 300 000 рублей в акции стабильного производителя лекарств. Наступает кризис, и рынок за полгода теряет 30%. Акции строительной компании, чья прибыль зависит от стройки, падают на 40% и превращаются в 180 000 рублей, а акции производителя лекарств теряют 15% и стоят теперь 255 000 рублей. Разница ощутимая, и именно она называется защитностью, однако и во втором случае вы видите убыток в 45 000 рублей.

Теперь представим, что через год кризис заканчивается и рынок восстанавливается. Строительная компания, чьи заказы возвращаются, может вырасти на 60% от дна, и тогда её акции будут стоить 288 000 рублей, всё ещё чуть меньше вложенного. Фармкомпания, прибыль которой почти не снижалась, обычно растёт медленнее, допустим, на 20% от дна, и её акции будут стоить 306 000 рублей. За весь цикл защитная бумага обогнала циклическую, но не потому, что она быстро растёт, а потому, что меньше упала. Это главный механизм, через который защитные акции помогают портфелю: они не столько зарабатывают в хорошие времена, сколько сберегают в плохие.

Цифры в этом примере условные, и в реальной жизни соотношение может оказаться любым. Бывают кризисы, в которых здравоохранение падает наравне со всеми, и бывают подъёмы, в которых оно отстаёт от рынка на десятки процентов. Однако общая логика остаётся прежней: от защитного сектора стоит ждать меньшей амплитуды колебаний, а не их отсутствия. Если вы покупаете акции фармкомпании в надежде, что они никогда не подешевеют, вы ошибаетесь в самом устройстве инструмента. Если же вы покупаете их, чтобы смягчить падения всего портфеля, вы используете сектор по назначению.

Если бы здравоохранение было только защитным, оно мало чем отличалось бы от водоканала или сетевой компании, которые дают стабильный, но скромный доход. Вторая половина формулы, потенциал роста, связана с тем, что спрос на лечение не просто устойчив, а растёт из года в год. У этого роста есть несколько мощных источников, и все они работают на длинной дистанции. Первый и самый очевидный источник — старение населения, которое происходит почти во всех развитых и многих развивающихся странах, включая Россию. Чем больше в

стране людей старше шестидесяти лет, тем больше хронических болезней, тем больше лекарств и тем чаще визиты к врачу.

Расходы на здоровье человека распределены по жизни очень неравномерно. Молодой взрослый может годами не тратить на медицину почти ничего, кроме редких визитов к стоматологу и аптечки на случай простуды. После пятидесяти лет картина меняется: появляются регулярные обследования, постоянные лекарства, иногда операции. В пожилом возрасте расходы на лечение одного человека в разы превышают расходы на молодого, и это закономерность, которую подтверждают данные систем здравоохранения во многих странах. Когда доля пожилых в населении растёт, общий спрос на лечение растёт быстрее, чем численность населения.

Второй источник роста — новые методы лечения, которые появляются каждый год. Болезни, которые двадцать лет назад считались приговором, сегодня успешно лечатся или переходят в хроническую форму с долгой жизнью пациента. Такой прогресс создаёт новые рынки: препараты для онкологии, биологические лекарства для аутоиммунных болезней, высокотехнологичные операции на сердце и сосудах. Каждое новое лекарство или метод лечения, доказавшие свою эффективность, превращаются в новый источник выручки для тех, кто их создал и внедрил. Для инвестора это означает, что сектор не застыл на месте, а постоянно расширяется за счёт инноваций.

Третий источник роста особенно важен для России — это постепенный сдвиг от бесплатной государственной медицины к платной частной. Формально в стране действует гарантированная бесплатная медицинская помощь по полису обязательного медицинского страхования. На практике всё больше людей предпочитают платить за удобство, скорость и уровень сервиса, особенно в крупных городах. Очередь на приём к узкому специалисту в государственной поликлинике может растянуться на недели, а в частной клинике можно попасть к врачу в тот же день. Рост доходов среднего класса и привычка ценить своё время делают частную медицину одним из самых быстрорастущих сегментов сектора.

Наконец, в России есть ещё один специфический драйвер, связанный с политикой импортозамещения лекарств и медицинских изделий. Государство целенаправленно поддерживает отечественных производителей, предоставляя им преимущества в закупках и стимулируя выпуск препаратов, которые раньше только импортировались. Для российских фармкомпаний это открывает возможность расти быстрее рынка, занимая место ушедших или ограниченных иностранных конкурентов. Подробно о том, как устроена эта политика и кто от неё действительно выигрывает, мы поговорим в седьмой главе. Пока отметим лишь, что для российского инвестора здравоохранение — это не только защитная, но и вполне ростовая история.

Чтобы разговор о секторе не оставался абстрактным, через всю книгу пройдут три условные компании, каждая из которых представляет свою часть отрасли. Все они вымышлены, их названия и цифры придуманы для иллюстрации, а любые совпадения с реальными эмитентами случайны. Зато пропорции в их отчётности близки к тому, что встречается в реальных компаниях сектора, и на их примере удобно показывать, как работают отраслевые метрики. Числа по этим компаниям будут одинаковыми во всех главах, поэтому вы сможете возвращаться к ним и проверять расчёты. Познакомимся с каждой из них подробнее.

Первая компания — «Окская фармацевтическая компания», которую мы будем называть сокращённо ОФК. Это производитель лекарств из Калужской области с двумя заводами: на одном выпускают таблетки и капсулы, на другом — растворы для инъекций. В её портфеле около 160 торговых наименований, в основном дженерики, то есть копии препаратов, на которые уже истёк патент. Выручка ОФК за прошлый год составила 40 миллиардов рублей, из которых 55% приходится на продажи в аптеки через дистрибьюторов, а 45% — на поставки больницам и государственные закупки. Акции компании торгуются по 90 рублей, и именно ими владеет Нина: пять тысяч бумаг, купленных в среднем по 62 рубля.

Вторая компания — «Вятская аптечная сеть», или ВАС, со штаб-квартирой в Кирове. У неё 1 200 аптек в 25 регионах, в основном в Поволжье, на Урале и в центральной части страны. Выручка сети составила 60 миллиардов рублей, то есть в среднем около 50 миллионов рублей на одну аптеку в год. Каждый год ВАС открывает примерно 150 новых точек и активно развивает онлайн-заказы, на которые уже приходится пятая часть продаж. Её акции стоят 30 рублей, и Нина присматривается к ним, хотя сама работает в независимой аптеке, для которой такие сети являются главными конкурентами.

Третья компания — «Двинская медицинская группа», или ДМГ, основанная в Архангельске в 2003 году. Сегодня это 14 амбулаторных клиник и 2 многопрофильных госпиталя в девяти городах, причём один из госпиталей находится в Казани, и именно там работает Роман. Выручка ДМГ составила 30 миллиардов рублей и растёт примерно на 20% в год благодаря открытию новых клиник. Больше половины денег компании приносят пациенты, которые платят за лечение сами, четверть — страховые компании по полисам добровольного медицинского страхования, остальное — система обязательного медицинского страхования. Акции ДМГ стоят 500 рублей, у Романа их 300 штук, купленных по 400 рублей.

Познакомившись с тремя компаниями, стоит сразу обратить внимание на черту, которая отличает здравоохранение почти от любой другой отрасли. В обычной торговле всё просто: покупатель сам выбирает товар, сам за него платит и сам им пользуется. Когда вы покупаете телевизор, вы сравниваете модели, смотрите на цену и решаете, стоит ли покупка своих денег. В медицине эти три роли почти всегда разделены между разными участниками. Выбирает лечение врач, пользуется им пациент, а платит часто кто-то третий: государство, фонд обязательного медицинского страхования или страховая компания.

Возьмём простой пример из практики Романа. Пациент приходит к нему с болью в груди, Роман назначает обследование и выписывает препарат, а сам пациент не может оценить, правильно ли выбрано лечение. Если обследование проводится по полису обязательного страхования, за него платит фонд, если по полису работодателя — страховая компания, и только в последнем случае пациент платит сам. Препарат, выписанный по рецепту, пациент может купить в аптеке за свои деньги или получить бесплатно по льготной программе за счёт бюджета. В каждом из этих случаев решение о покупке принимает один человек, а деньги отдаёт другой.

Для инвестора такое разделение ролей имеет огромное значение, хотя его редко замечают новички. Во-первых, оно снижает чувствительность спроса к цене, ведь пациент, который не платит из своего кармана, не будет искать вариант подешевле. Во-вторых, оно создаёт мощного посредника, который пытается сдерживать расходы: государство, фонд или страховщик неизбежно начинают торговаться, вводить ограничения и регулировать цены. В-третьих, оно делает врача ключевой фигурой, за внимание которой борются производители лекарств, тратя на продвижение огромные деньги. Почти каждая особенность отраслевой экономики, которую мы будем разбирать, так или иначе вырастает из этого простого факта.

Чтобы удержать в голове двойственную природу сектора, полезно представить себе зонт, который не только укрывает от дождя, но и сам постепенно растёт. В обычную погоду такой зонт может показаться лишним грузом: пока светит солнце, рядом шагают люди с более лёгкими и модными вещами, и они быстрее двигаются вперёд. Когда начинается ливень, зонт показывает свою ценность и защищает владельца от худшего. Однако этот зонт ещё и растёт вместе с городом, в котором вы живёте: чем больше в городе пожилых жителей и чем лучше становится медицина, тем шире купол. Хороший инвестор в здравоохранение ищет именно такие зонты, а не просто крепкие и не просто растущие.

Важно и то, что не каждый зонт в магазине одинаково надёжен. Одни сделаны из прочной ткани, но стоят втрое дороже обычных, и переплата за них съедает всю пользу. Другие выглядят солидно, но спицы у них хрупкие и ломаются от первого порыва ветра, как ломается бизнес фармкомпании, зависящий от одного препарата. Третьи растут медленно, потому что их рынок

уже насыщен, а четвёртые обещают бурный рост, но могут так и не раскрыться, как разработка, которая провалилась на последней стадии испытаний. Научиться отличать один зонт от другого и есть главная задача этой книги.

Нина и Роман подходят к сектору с особым преимуществом, которого нет у большинства инвесторов. Нина тридцать лет видит, какие препараты покупают, какие производители надёжны, а какие часто срывают поставки, как меняются цены и чем живут аптеки. Роман изнутри знает, как устроена работа частного госпиталя, сколько пациентов проходит через отделение и насколько загружено дорогое оборудование. Такое знание отрасли может стать настоящим конкурентным преимуществом, ведь профессиональный аналитик видит компанию только через отчёты и презентации. Многие известные инвесторы советовали покупать акции бизнесов, которые хорошо понимаешь, и наши герои, казалось бы, идеально подходят под этот совет.

Однако у профессионального знания есть и обратная сторона, которую стоит назвать прямо. Человек, работающий в отрасли, видит её с очень узкой точки обзора и легко принимает свой локальный опыт за картину всего рынка. Нина может видеть, что в её аптеке растут продажи определённого препарата, но не знать, что производитель теряет долю в госпитальных закупках, которые приносят ему половину выручки. Роман может восхищаться своим госпиталем и не замечать, что компания берёт слишком много долгов на строительство новых клиник. Кроме того, привязанность к собственному работодателю порождает искушение держать в его акциях слишком большую часть сбережений.

Есть и ещё одна деликатная сторона профессионального знания, о которой многие не задумываются. Если Роман узнаёт на работе о каком-то важном событии, которое ещё не объявлено публично, например о крупном контракте или о проблемах с лицензией, торговать акциями компании на основе этой информации запрещено законом. Использование инсайдерской информации преследуется в России, как и во всех развитых странах, и сотрудник компании должен особенно аккуратно относиться к сделкам с её бумагами. Профессиональное понимание отрасли полезно, а знание конкретных непубличных фактов о компании — нет. Граница между ними не всегда очевидна, и о ней стоит помнить каждому, кто работает в медицине и инвестирует в медицину.

Посмотрим теперь, с чем наши герои подходят к началу пути. Портфель Нины составляет полтора миллиона рублей и собирался годами из премий и сбережений. Девятьсот тысяч лежат в облигациях федерального займа и на банковском вкладе, сто пятьдесят тысяч остаются свободными деньгами на брокерском счёте. Ещё четыреста пятьдесят тысяч приходятся на пять тысяч акций ОФК, которые она покупала несколько лет подряд, потому что хорошо знает препараты этой компании и видит, как стабильно их берут покупатели. Нина осторожна, ценит регулярные дивиденды и не любит бумаги, которые за день могут подешеветь на десятую часть.

Портфель Романа меньше, около семисот тысяч рублей, но устроен совсем иначе. Сто пятьдесят тысяч из них приходятся на акции ДМГ, которые он купил вскоре после устройства на работу в казанский госпиталь. Остальное разбросано по разным бумагам, которые он выбирал по советам коллег и по новостям, и почти всё это акции компаний, обещающих быстрый рост. Роман давно мечтает вложиться в биотехнологии, читает новости о новых молекулах и уверен, что медицина будущего принесёт огромные деньги тем, кто вовремя в неё войдёт. Мать считает его подход слишком рискованным, он считает её подход слишком скучным, и оба отчасти правы.

На примере этих двух людей хорошо видно, что сектор здравоохранения способен удовлетворить очень разные инвестиционные темпераменты. Для осторожного инвестора здесь есть зрелые производители лекарств и аптечные сети, которые платят дивиденды и редко преподносят неприятные сюрпризы. Для инвестора, который ищет рост, есть быстро расширяющиеся сети клиник и компании, разрабатывающие новые препараты. Для тех, кто не готов

рисковать акциями, есть облигации компаний отрасли. Задача не в том, чтобы выбрать один правильный подход, а в том, чтобы понимать, что именно вы покупаете и какие риски берёте на себя.

Вечером того самого дня, когда рынок упал, Роман звонит матери и предлагает необычный план. Он хочет вместе с ней разобраться в отрасли по-настоящему, а не на уровне догадок и разговоров с коллегами. Нина возьмёт на себя лекарства и аптеки, где она чувствует себя как дома, а Роман займётся клиниками, лабораториями и медицинской техникой. Каждый будет рассказывать другому, что узнал, а решения о портфелях они примут только тогда, когда пройдут весь путь. Нина соглашается, хотя и с оговоркой, что сын не будет уговаривать её покупать акции компаний, которые ещё ничего не зарабатывают.

Маршрут, по которому они пойдут, совпадает с маршрутом этой книги. Во второй главе мы выясним, кто и сколько платит за здоровье в России, как распределяются расходы между государством и семьями и какие демографические силы определяют спрос. Затем пройдём путь лекарства от завода до прилавка, узнаем, почему разработка нового препарата занимает годы и как работают патенты и дженерики. Отдельные главы посвящены государственному регулированию цен, импортозамещению и государственным закупкам, которые для многих российских фармкомпаний важнее розничных продаж. После этого мы разберём экономику фармпроизводителя изнутри и поговорим о биотехнологиях, где ставки самые высокие.

Вторая часть книги посвящена тем, кто доводит лечение до пациента. Мы разберём экономику аптечной сети и то, как меняет её цифровая торговля лекарствами. Затем перейдём к частным клиникам, научимся оценивать их по отраслевым метрикам и разберёмся, как обязательное и добровольное медицинское страхование влияют на их выручку. Отдельно посмотрим на лаборатории, диагностические центры и производителей медицинских изделий. Завершат книгу главы об оценке компаний сектора, о его рисках, о месте здравоохранения в портфеле и о том, каким может стать будущее отрасли.

Прежде чем двинуться дальше, стоит сформулировать то главное, что дала нам эта глава. Здравоохранение — это не одна отрасль, а несколько разных бизнесов, объединённых общей темой здоровья: производители лекарств, дистрибьюторы и аптеки, клиники, лаборатории и производители медицинских изделий. Спрос на лечение слабо зависит от экономического цикла, потому что болезни не откладываются, а многие покупки повторяются годами. Защитность описывает отрасль в целом и не гарантирует успеха каждой компании, а за спокойствие рынок часто берёт с инвестора дополнительную плату. Источники роста сектора — старение населения, новые методы лечения, переход к платной медицине и, в российском случае, импортозамещение.

Отдельно запомните, что в медицине покупатель, плательщик и пользователь чаще всего разные люди. Этот факт объясняет, почему государство так активно вмешивается в отрасль, почему врач становится центральной фигурой рынка и почему цены на лечение подчиняются иным законам, чем цены на обычные товары. Профессиональный опыт работы в отрасли может стать преимуществом инвестора, но только если не превращается в слепое пятно и не толкает к нарушению правил об инсайдерской информации. Наши герои начинают путь с разными темпераментами, и оба смогут найти в секторе подходящие для себя бумаги. Главное, чтобы выбор опирался на понимание, а не на фотографию очереди у кассы.

Первый шаг этого понимания — разобраться, откуда в системе здравоохранения вообще берутся деньги. Кто оплачивает работу врачей, лекарства в больницах и таблетки в домашней аптечке, сколько тратит на здоровье государство, а сколько семьи из своего кармана? Почему россияне платят за лекарства сами гораздо чаще, чем жители многих европейских стран, и что из этого следует для компаний сектора? Как возрастная структура населения превращается в выручку производителей и клиник? Ответы на эти вопросы ждут нас во второй главе, где Нина возьмётся подсчитать медицинские расходы собственной семьи.

Глава 2. Кто платит за здоровье

В воскресенье Нина достаёт с антресоли коробку из-под обуви, в которой годами хранит чеки, и раскладывает их на кухонном столе. Её задумка проста: понять, сколько их семья на самом деле потратила на здоровье за последний год. Сын всё равно попросил её начать с цифр, а у провизора цифры всегда под рукой. В коробке оказываются чеки из аптеки на лекарства мужа от давления, квитанция за платную консультацию эндокринолога, договор с частной стоматологией, где ей ставили коронку, и бланк оплаты анализов. Нина берёт калькулятор и начинает считать.

Через час на листке появляется итог, который удивляет её саму. Лекарства для мужа и для себя обошлись примерно в 48 тысяч рублей за год, то есть около четырёх тысяч в месяц. Коронка стоила 35 тысяч рублей, консультации и анализы — ещё 22 тысячи. Всего получилось 105 тысяч рублей, и это при том, что у всей семьи есть полисы обязательного медицинского страхования, а значит, формально большая часть лечения должна быть бесплатной. Нина вспоминает, что муж ещё дважды за год лежал в больнице, но за это семья не заплатила ни рубля, потому что лечение оплатил фонд обязательного страхования.

Подсчёты Нины хорошо показывают, что у здравоохранения в России, как и в большинстве стран, есть несколько источников денег. Удобно представить их как три кошелька, из которых оплачивается лечение каждого человека. Первый кошелёк — государственный бюджет: федеральный и региональные. Второй — фонд обязательного медицинского страхования, который формально отделён от бюджета, хотя наполняется во многом за счёт обязательных взносов работодателей и платежей из бюджетов за неработающее население. Третий кошелёк — личные деньги семей, к которым примыкают средства добровольного медицинского страхования, оплачиваемого обычно работодателями.

Каждый из трёх кошельков оплачивает свою часть лечения. Из бюджета финансируются крупные федеральные медицинские центры, дорогостоящие программы для отдельных групп больных, закупки вакцин и многих дорогих лекарств, а также льготное обеспечение лекарствами некоторых категорий граждан. Фонд обязательного страхования оплачивает основную массу медицинской помощи: приёмы в поликлиниках, вызовы скорой помощи, лечение в больницах и значительную часть высокотехнологичных операций. Личные деньги семей идут прежде всего на лекарства в аптеках, на платные приёмы, стоматологию, анализы и услуги, которые не входят в бесплатную программу или которые люди предпочитают получать быстрее и удобнее.

Для инвестора эта разбивка не просто бухгалтерская деталь, а ключ к пониманию того, кто в итоге формирует выручку компаний. Производитель лекарств, продающий препараты в больницы, по сути работает с государственным кошельком и зависит от бюджетных решений. Аптечная сеть живёт почти целиком за счёт третьего кошелька, то есть за счёт денег, которые люди сами приносят к кассе. Частная клиника обычно берёт понемногу из всех трёх источников, но в разных пропорциях. Если вы знаете, из какого кошелька питается компания, вы уже многое знаете о её рисках.

Теперь поговорим о масштабах отрасли. Рынок лекарств в России измеряют несколько аналитических компаний, которые собирают данные о продажах в аптеках и о государственных закупках. По оценке аналитической компании DSM Group, в 2025 году российский рынок лекарственных препаратов составил около 2,9 триллиона рублей в ценах конечного потребления. В эту сумму входят и розничные продажи в аптеках, и поставки в больницы, и лекарства, которые государство закупает для льготников. Рынок рос двузначными темпами в денежном выражении, однако в натуральном выражении, то есть в количестве упаковок, почти не увеличивался.

Последнее наблюдение очень важно, и его стоит разобрать подробнее. Если рынок растёт в рублях, но не растёт в упаковках, значит, рост обеспечивают цены и смещение спроса к более дорогим препаратам, а не увеличение числа пациентов. Часть роста объясняется общей инфляцией, часть — тем, что люди переходят с дешёвых старых лекарств на более современные и дорогие. Для компаний это неплохая новость: средняя выручка с одной упаковки растёт. Однако инвестор должен понимать, что такой рост ограничен покупательной способностью населения и бюджетными возможностями государства.

Рынок медицинских услуг измерить сложнее, потому что он разбросан по тысячам организаций, от крупных сетей до небольших частных кабинетов. Статистика платных медицинских услуг населению ведётся Росстатом, а аналитические агентства дают собственные оценки, и цифры между ними заметно расходятся. По оценкам участников рынка, объём платных медицинских услуг в середине 2020-х годов составляет порядка полутора триллионов рублей в год и растёт быстрее инфляции. К этому стоит добавить сотни миллиардов рублей, которые проходят через систему добровольного медицинского страхования, и средства обязательного страхования, которые достаются частным клиникам.

Каждый раз, встречая в новостях цифру объёма рынка, полезно задать себе три вопроса. Первый: в каких ценах она посчитана, в ценах производителя, дистрибьютора или конечного потребителя, ведь разница между ними может составлять десятки процентов. Второй: что именно в неё входит, только лекарства или ещё и биологически активные добавки, косметика и медицинские изделия, которые продаются в аптеках. Третий: кто её посчитал и не заинтересован ли источник в том, чтобы рынок выглядел больше или меньше. Ответив на эти вопросы, вы перестанете путаться в противоречивых цифрах, которые регулярно появляются в отраслевой прессе.

Разложить рост рынка на составляющие можно на простом условном примере. Допустим, в прошлом году небольшая аптека продала 10 000 упаковок лекарств по средней цене 300 рублей, то есть на 3 миллиона рублей. В этом году она продала те же 10 000 упаковок, но выручка выросла до 3,36 миллиона рублей, то есть на 12%. Количество не изменилось, значит, весь рост обеспечила средняя цена упаковки, которая поднялась с 300 до 336 рублей. Если цены на одни и те же препараты за год выросли примерно на 6,7%, как оценивали аналитики инфляцию на лекарства в 2025 году, то оставшиеся пять с лишним процентов дал сдвиг покупателей к более дорогим препаратам.

Такое разложение помогает трезво смотреть на отраслевые новости. Когда вы читаете, что рынок вырос на 12%, первым делом стоит спросить, сколько из этого роста дала инфляция, а сколько реальное увеличение потребления. Рост за счёт цен легко останавливается, если государство ужесточает регулирование или люди перестают тянуться к дорогим препаратам. Рост за счёт количества пациентов и упаковок устойчивее, но в России он в последние годы почти отсутствует. Значит, будущие успехи компаний во многом зависят от того, удастся ли им продавать более ценные и более сложные лекарства, а не просто больше старых.

Для производителя этот вывод особенно важен, потому что он подсказывает, куда смотреть в его отчётности. Если выручка компании растёт быстрее рынка, нужно разобраться, за счёт чего: за счёт новых препаратов, за счёт повышения цен или за счёт отвоёванной у конкурентов доли. Первый источник самый ценный, второй самый хрупкий, третий зависит от того, насколько прочно компания закрепилась на завоёванных позициях. Подробно о том, как читать отчётность фармпроизводителя, мы поговорим в девятой главе. Пока достаточно запомнить, что рост в рублях и рост в упаковках рассказывают о рынке разные истории.

Чтобы понять, много или мало тратит страна на здоровье, экономисты сравнивают расходы на здравоохранение с размером всей экономики, то есть с валовым внутренним продуктом. Такое сравнение позволяет сопоставить большие и маленькие, богатые и бедные страны на одной шкале. По оценкам Всемирной организации здравоохранения, совокупные расходы

на здоровье в России, включая государственные и частные, в последние годы колебались в диапазоне примерно от 5 до 7,5% ВВП, причём верхняя граница пришлась на годы пандемии. В среднем по развитым странам, входящим в Организацию экономического сотрудничества и развития, этот показатель составляет около 9%, а в Германии и Франции превышает 11%. Соединённые Штаты с расходами порядка 17% ВВП остаются особым случаем, где медицина стоит дороже, чем где-либо ещё.

Из этого сравнения часто делают поспешный вывод, что российский рынок здравоохранения обязательно догонит европейский и вырастет вдвое. Такой вывод опасен своей прямолинейностью, потому что доля расходов на здоровье зависит не только от желания людей лечиться, но и от уровня доходов, устройства системы и цен на медицинский труд. Тем не менее сам разрыв показывает, что у сектора есть пространство для роста, если доходы населения будут расти. Исторически страны по мере обогащения тратят на здоровье всё большую долю своего дохода, и это одна из самых устойчивых закономерностей в экономике здравоохранения. Богатеющий человек сначала покупает еду и жильё, потом машину и отпуск, а затем всё больше вкладывает в собственное здоровье и долголетие.

Гораздо интереснее для инвестора не общий объём расходов, а их структура, то есть то, кто именно платит. По оценкам Всемирной организации здравоохранения, около трети всех расходов на здоровье в России оплачивают сами граждане из собственного кармана в момент обращения за помощью. В большинстве стран Западной Европы эта доля заметно ниже и составляет примерно 10–20%, потому что основную часть расходов берут на себя государственные или страховые системы. Получается, что российский пациент гораздо чаще, чем немецкий или французский, достаёт кошелёк в аптеке или в регистратуре клиники. Для компаний, работающих с частным спросом, это означает большой и живой рынок.

Главная причина такой структуры кроется в лекарствах для амбулаторного лечения, то есть для тех, кто лечится дома, а не в больнице. Пока человек лежит в больнице, лекарства для него закупает больница за счёт средств обязательного страхования, и пациент за них не платит. Как только он выписывается и продолжает лечение дома, лекарства по общему правилу покупаются за его собственный счёт. Исключение составляют льготные категории граждан, например инвалиды, ветераны, больные отдельными тяжёлыми болезнями, которые получают часть препаратов бесплатно. Для остальных, включая миллионы людей с гипертонией, диабетом второго типа без инсулина и другими хроническими болезнями, лекарства остаются статьёй семейного бюджета.

Во многих европейских странах система устроена иначе: пациент с рецептом платит в аптеке лишь небольшую доплату, а остальную стоимость препарата возмещает страховая система. Такой механизм называют лекарственным возмещением или лекарственным страхованием. В России его введение обсуждается много лет, и время от времени в отдельных регионах запускаются пилотные проекты. Если когда-нибудь возмещение появится в масштабе всей страны, это сильно изменит рынок: лекарства станет оплачивать в основном государство, которое будет активнее торговаться о цене. Инвестору стоит помнить об этой возможности как об одном из сценариев будущего, способных перекроить экономику производителей и аптек.

Высокая доля личных расходов имеет и обратную сторону, которую нельзя упускать. Когда за лекарства платит сам пациент, его спрос сильнее зависит от доходов, чем спрос на лечение в больнице. В трудные времена люди не отказываются от жизненно важных препаратов, но начинают экономить на всём остальном: выбирают более дешёвые аналоги, откладывают покупку витаминов, реже ходят к платным врачам. Именно поэтому розничный сегмент фармацевтики в России менее защищён от кризисов, чем принято думать. Защитность здесь реальна, но она слабее, чем в странах, где основные расходы берёт на себя страховая система.

Вернёмся к Нине и её коробке с чеками. Из 105 тысяч рублей семейных расходов на здоровье примерно половина пришлась на лекарства, треть — на стоматологию и около пятой

части — на консультации и анализы. Если бы в Туле действовало лекарственное возмещение, лекарства для мужа обошлись бы семье в разы дешевле, но тогда деньги производителям платил бы уже не муж Нины, а страховой фонд. Стоматология и платные консультации остались бы личной статьёй расходов почти в любой системе. Нина записывает эти наблюдения в тетрадь и делает пометку для сына: смотреть, кто платит, прежде чем смотреть, сколько платят.

Если структура платежей отвечает на вопрос, кто платит, то демография отвечает на вопрос, сколько будет пациентов и какие болезни их ждут. Население России в середине 2020-х годов составляет около 146 миллионов человек, и его возрастная структура постепенно смещается в сторону старших возрастов. По данным Росстата, больше пятой части жителей страны уже перешагнули шестидесятилетний рубеж, и эта доля продолжает расти. Причина в том, что в пенсионный возраст входят многочисленные поколения, родившиеся в 1950-х и 1960-х годах, а рождаемость последних десятилетий не возмещает их. Для сектора здравоохранения это означает, что число людей с хроническими болезнями будет расти, даже если общее население останется прежним.

Чтобы понять, как демография превращается в выручку, представьте две семьи, живущие в одном подъезде. В первой муж и жена по тридцать лет с маленьким ребёнком, и их медицинские расходы складываются из прививок, редких простуд и визитов к педиатру. Во второй живут супруги за шестьдесят, у одного гипертония и повышенный холестерин, у другого диабет и больные суставы. Вторая семья каждый месяц покупает по нескольку препаратов, регулярно сдаёт анализы, ходит к кардиологу и эндокринологу и время от времени ложится в больницу. Её расходы на здоровье легко могут быть в пять-семь раз выше, чем у первой семьи, и с каждым годом они, скорее всего, будут расти.

Особенно важна для сектора структура болезней, от которых страдает стареющее население. Болезни системы кровообращения, то есть гипертония, ишемическая болезнь сердца, последствия инсультов, остаются в России главной причиной смертности и одной из главных причин обращения к врачу. Следом идут онкологические заболевания, диабет, болезни суставов и органов дыхания. Все эти болезни объединяет то, что они требуют долгого, часто пожизненного лечения, а значит, создают повторяющийся спрос на лекарства, обследования и наблюдение у врача. Именно на таких пациентах держится значительная часть выручки производителей препаратов для сердца и сосудов, лабораторий и кардиологических центров вроде того, где работает Роман.

Демографический сдвиг влияет и на то, какие направления медицины растут быстрее. Онкология становится одним из крупнейших и самых дорогих сегментов, потому что риск рака резко повышается с возрастом, а современные препараты для его лечения стоят очень дорого. Растёт спрос на операции по замене суставов, на лечение катаракты, на реабилитацию после инсультов и инфарктов. Одновременно снижается потребность в педиатрической помощи и родовспоможении, поскольку детей рождается меньше. Компании, чей бизнес ориентирован на старшее поколение, получают попутный ветер, а те, кто специализируется на молодых семьях, должны бороться за сокращающийся круг клиентов.

Стоит помнить, что демография работает медленно и не даёт быстрых результатов. Доля пожилых в населении меняется на доли процента в год, и в квартальных отчётах компаний этот эффект почти невозможно разглядеть. Зато на горизонте десяти и двадцати лет он становится одной из самых надёжных сил, на которую может опереться долгосрочный инвестор. Демографию нельзя отменить ни решением регулятора, ни сменой моды, ни появлением нового конкурента. В этом смысле она похожа на течение реки, которое незаметно в каждый отдельный момент, но неумолимо несёт лодку в одном направлении.

Помимо возраста, на спрос сильно влияет география. Россия — огромная страна, и медицинский рынок в ней распределён крайне неравномерно. Москва и Санкт-Петербург вместе дают непропорционально большую долю платных медицинских услуг и дорогих лекарств,

потому что в них выше доходы, больше частных клиник и сильнее привычка платить за удобство. В городах-миллионниках частная медицина тоже развита, но конкуренция там ниже, а цены на услуги заметно меньше столичных. В малых городах и сельской местности частных клиник мало, люди чаще полагаются на государственную медицину, а главной точкой контакта с системой здравоохранения нередко остаётся аптека.

Эти различия создают для компаний разные стратегии роста. Сеть клиник может годами расти в столицах, где спрос высок, но аренда и зарплаты врачей дороги, или выходить в региональные центры, где конкуренция слабее, но и средний чек меньше. Именно так когда-то поступила ДМГ: начав в Архангельске, компания сначала укрепилась в северных и поволжских городах и только потом стала присматриваться к более крупным рынкам. Аптечные сети, наоборот, часто растут за счёт малых городов, где у них меньше конкурентов и где аптека остаётся местом, куда приходят за советом. Понимание региональной карты помогает инвестору оценить, насколько реалистичны планы компании по расширению.

Для Нины региональная разница видна буквально через прилавок. Её аптека в Туле работает в спальном районе, где живёт много пенсионеров, и большая часть чеков складывается из препаратов для давления, сердца и суставов. Подруга Нины, тоже провизор, работает в аптеке в центре Москвы, где покупатели моложе, а в чеках гораздо чаще встречаются дорогие витамины, косметика и препараты, которые раньше назначил частный врач. Одна и та же отрасль в двух городах выглядит как два разных рынка. Инвестору полезно помнить об этом, когда компания рассказывает о средних показателях по стране.

Чтобы почувствовать, какую экономическую силу имеет один хронический пациент, проделаем ещё один несложный расчёт. Допустим, человеку в 55 лет поставили диагноз гипертонии, и врач назначил ему два препарата, которые вместе обходятся в 1 200 рублей в месяц. За год это 14 400 рублей, а за двадцать лет лечения, даже без учёта инфляции и возможного усложнения схемы, — 288 000 рублей. Добавьте ежегодные анализы, визиты к кардиологу, исследования сердца, и сумма легко перевалит за полмиллиона. Один такой пациент на протяжении двух десятилетий приносит отрасли выручку, сопоставимую со стоимостью хорошего автомобиля.

Теперь умножьте эту цифру на миллионы людей, у которых сегодня диагностирована гипертония, и на тех, кому этот диагноз поставят в ближайшие годы. Становится понятно, почему производители препаратов для сердца и сосудов так дорожат своими продуктами, а сети клиник активно развивают кардиологию. Хронический пациент ценен не разовой покупкой, а длительностью отношений, и многие бизнесы в здравоохранении построены именно на удержании таких пациентов. В этом смысле медицина похожа на подписочную модель, в которой клиент годами платит за один и тот же сервис.

Отсюда вытекает и важное следствие для оценки компаний. Бизнес, построенный на лечении хронических болезней, обычно получает более предсказуемую выручку, чем бизнес, зависящий от сезонных простуд или от разовых операций. Сезонная выручка колеблется в зависимости от того, мягкой или тяжёлой оказалась зима, а хронические пациенты приходят каждый месяц. Когда вы изучаете портфель препаратов фармкомпании или набор направлений клиники, полезно спросить себя, какая доля выручки приходится на такие длинные отношения. Чем она выше, тем ближе бизнес к той защитности, о которой мы говорили в первой главе.

Нынешнее устройство российского рынка лекарств невозможно понять без короткого взгляда в прошлое. Советская фармацевтическая промышленность производила много базовых препаратов, но значительную часть потребности страна закрывала поставками из социалистических стран Восточной Европы, а также из Индии и Югославии. Внутри единой системы существовало разделение труда, и многие лекарства, привычные советскому пациенту, производились за пределами страны. Когда в начале 1990-х годов распались и Совет экономической взаимопомощи, и сам Советский Союз, эти цепочки оборвались почти одновременно.

Российские заводы остались без привычных партнёров, без инвестиций и часто без оборотных средств.

Девяностые годы стали для отечественной фармацевтики временем выживания. Многие заводы работали на устаревшем оборудовании, не отвечавшем международным стандартам качества, а на разработку новых препаратов денег не было вовсе. Тем временем рынок быстро заполнили импортные лекарства, которые привозили крупные иностранные компании и множество небольших посредников. Врачи и пациенты привыкали к иностранным препаратам и начинали считать их по умолчанию более качественными. По оценкам участников рынка, к середине 2000-х годов импортные лекарства занимали около трёх четвертей российского рынка в денежном выражении.

Это наследие объясняет многие особенности рынка, которые сохраняются до сих пор. Отечественные производители выросли прежде всего на дешёвых дженериках, где конкурировать проще и не нужны огромные расходы на разработку. Иностранные компании долго доминировали в дорогих сегментах, особенно в онкологии, лечении редких болезней и современных биологических препаратах. Отсюда сложившаяся картина, которую можно увидеть в отраслевой статистике: в количестве упаковок отечественные препараты уже занимают большую часть рынка, а в деньгах их доля заметно меньше. Российская таблетка в среднем дешевле импортной, потому что чаще является копией давно известного препарата.

Именно в этом разрыве между долей в упаковках и долей в деньгах лежит главный потенциал роста российских фармкомпаний. Если отечественным производителям удастся занять дорогие сегменты, где пока доминирует импорт, их выручка может расти гораздо быстрее рынка. Государство последние полтора десятилетия целенаправленно поддерживает такой сдвиг, о чём мы подробно поговорим в седьмой главе. Однако занять дорогой сегмент гораздо сложнее, чем выпустить ещё один дешёвый дженерик, и здесь компаниям понадобятся и технологии, и деньги, и время. Для инвестора это означает, что не каждая история о будущем импортозамещении превратится в реальную прибыль.

Теперь соберём вместе всё, что мы узнали о кошельках здравоохранения, и посмотрим, как структура платежей определяет победителей. Компании, которые зарабатывают на личных деньгах граждан, выигрывают от роста доходов населения и проигрывают, когда люди начинают экономить. Компании, которые работают с государственным кошельком, получают стабильный спрос, но подвержены ценовому давлению и зависят от бюджетных решений. Компании, которые сочетают оба источника, как многопрофильные клиники, получают более устойчивую выручку, но вынуждены выстраивать сложные отношения с разными плательщиками. В каждой из следующих глав мы будем возвращаться к этому делению.

Посмотрим, как это работает на наших сквозных примерах. Почти вся выручка ВАС приходит из третьего кошелька, ведь люди приходят в её аптеки со своими деньгами. Поэтому для сети важнее всего реальные доходы населения и привычки покупателей, а кризис может ударить по её продажам дорогих необязательных товаров. Выручка ОФК поделена почти поровну между розничными продажами, которые в конечном счёте оплачивают пациенты, и госпитальными поставками, которые оплачивает государство. ДМГ берёт больше половины выручки у пациентов, четверть получает от страховых компаний и пятую часть от фонда обязательного страхования.

Отдельно стоит подчеркнуть, что ни один из кошельков не является полностью надёжным. Государственный кошелёк кажется самым устойчивым, но государство может в любой момент изменить правила, снизить цены или переориентировать закупки на других поставщиков. Кошелёк семей зависит от доходов и настроений покупателей. Кошелёк страховых компаний в конечном счёте наполняется работодателями, которые в кризис первыми сокращают расходы на добровольное страхование сотрудников. Здоровый бизнес в здравоохранении обычно не полагается только на один источник денег, и это полезный критерий при выборе компании.

Многие молодые читатели, впервые сталкиваясь с этими рассуждениями, испытывают лёгкое недоумение. В двадцать пять лет трудно представить себя пациентом кардиолога, а расходы на лекарства кажутся чем-то далёким и чужим. Однако именно эта дистанция часто мешает молодому инвестору разглядеть сектор вовремя. Он покупает акции компаний, чьими продуктами пользуется сам, то есть технологических сервисов, магазинов одежды и доставки еды, и пропускает отрасль, которая обслуживает его родителей. Взгляд на кухонный стол Нины с коробкой чеков полезен как раз тем, что показывает рынок глазами того поколения, которое тратит на здоровье больше всех.

Попробуйте ради эксперимента спросить своих родителей или бабушек и дедушек, сколько они тратят на лекарства и врачей в месяц. Скорее всего, вы услышите цифру, которая покажется вам неожиданно большой, особенно в сравнении с их пенсией или зарплатой. Такой разговор даёт инвестору больше понимания сектора, чем десяток аналитических обзоров. Он показывает и устойчивость этих расходов, и их чувствительность к цене, и то, на чём люди готовы экономить, а на чём нет. Профессиональные аналитики называют подобные наблюдения полевыми исследованиями, а вам они достаются бесплатно.

Вечером Нина отправляет сыну фотографию своей тетради с подсчётами. Роман отвечает почти сразу и признаётся, что никогда не задумывался, откуда берутся деньги, которые платит ему госпиталь. Он знает, что часть пациентов приходит по полисам добровольного страхования, часть платит сама, а некоторых госпиталь лечит по направлениям в рамках обязательного страхования. Однако только теперь он понимает, что за этими разными бумагами стоят разные экономические миры со своими правилами и рисками. Он обещает матери к следующей встрече выяснить, какую долю выручки его госпиталя дают разные плательщики, используя только публичные отчёты компании.

Этот небольшой эпизод показывает полезную привычку, которую стоит перенять каждому инвестору в здравоохранение. Прежде чем восхищаться темпами роста компании или её дивидендами, полезно разложить выручку по источникам денег. Если компания не раскрывает такую разбивку напрямую, её почти всегда можно восстановить по косвенным признакам: по описанию бизнеса в годовом отчёте, по доле госзакупок, по комментариям менеджмента на встречах с инвесторами. Такая разбивка сразу подсказывает, какие внешние события сильнее всего отразятся на результатах. Повышение тарифов обязательного страхования важно для одних, рост реальных зарплат — для других, новые правила государственных закупок — для третьих.

Есть и ещё одна привычка, которая вырастает из этой главы. Когда вы слышите громкое заявление о том, что рынок здравоохранения в России обязательно вырастет до европейского уровня, стоит вспомнить, сколько условий для этого нужно. Должны расти доходы населения, должна меняться система оплаты лекарств, должны появляться новые препараты и новые клиники. Каждое из этих условий выполнимо, но ни одно не гарантировано, и на их выполнение могут уйти десятилетия. Инвестор, который закладывает в цену акции быстрое достижение европейских показателей, рискует переплатить за будущее, которое наступит гораздо позже.

Подведём итоги этой непростой главы. Здравоохранение в России оплачивается из трёх кошельков: государственного бюджета, фонда обязательного медицинского страхования и личных денег семей, к которым примыкает добровольное страхование. Рынок лекарств оценивается аналитиками почти в три триллиона рублей, рынок платных медицинских услуг — примерно в полтора триллиона, а цифры объёма всегда стоит проверять на то, в каких ценах и что именно в них посчитано. По доле расходов на здоровье в ВВП Россия заметно уступает развитым странам, а доля личных расходов граждан у нас, наоборот, выше, прежде всего из-за того, что амбулаторные лекарства большинство пациентов покупает само.

Демография работает на сектор медленно, но надёжно: стареющее население приносит всё больше хронических болезней, требующих постоянного лечения. География делит страну

на несколько разных рынков, от столиц с развитой частной медициной до малых городов, где главным медицинским учреждением остаётся аптека. Наследие 1990-х годов сделало отечественную фармацевтику производителем недорогих копий, и разрыв между долей российских лекарств в упаковках и в деньгах остаётся главным резервом роста отрасли. Наконец, структура платежей определяет риски каждой компании, и разложить выручку по источникам денег стоит ещё до того, как смотреть на мультипликаторы.

Узнав, кто платит за лекарства, естественно спросить, кто получает эти деньги. Когда Нина пробивает на кассе упаковку за пятьсот рублей, лишь часть этой суммы достаётся заводу, где таблетки были произведены. Остальное распределяется между производителем действующего вещества, дистрибьютором, аптекой и государством в виде налога. Кто из них зарабатывает больше всех, кто работает почти без прибыли и почему вся мировая фармацевтика зависит от заводов Китая и Индии? В третьей главе Роман выпишет пациенту обычный рецепт и проследит путь одной упаковки от реактора химического завода до полки в аптеке.

Глава 3. Путь таблетки от завода до прилавка

В четверг у Романа плотный приём, и к обеду он уже успевает принять двенадцать пациентов. Тринадцатым оказывается мужчина пятидесяти восьми лет, водитель междугороднего автобуса, у которого при плановом осмотре обнаружили высокое давление. Роман подробно объясняет ему, почему важно принимать лекарство каждый день, а не только когда болит голова, и выписывает недорогой отечественный препарат. Пациент благодарит, складывает рецепт в карман и уходит, а Роман вдруг ловит себя на мысли, которая раньше никогда не приходила ему в голову. Этот мужчина будет годами покупать упаковку за упаковкой, но кто на самом деле получает его деньги?

Вечером он звонит матери и задаёт ей этот вопрос, рассчитывая на быстрый ответ. Нина смеётся и говорит, что за тридцать лет работы в аптеке так и не научилась объяснять это коротко. Аптека покупает препарат у оптовой компании, оптовая компания у завода, завод покупает действующее вещество у другого завода, часто за тысячи километров, и каждый в этой цепочке добавляет свою наценку. Сверху государство берёт налог, а для многих препаратов ещё и ограничивает наценки. Она предлагает сыну разобрать путь одной упаковки по шагам, начиная с самого начала.

Начало пути любого лекарства — фармацевтическая субстанция, то есть действующее вещество, которое собственно и лечит. В таблетке от давления весом в несколько сотен миллиграммов действующего вещества может быть всего пять или десять миллиграммов, а остальное составляют вспомогательные вещества: наполнители, связующие компоненты, оболочка. Субстанцию производят на химических или биотехнологических заводах, где в огромных реакторах проводят многостадийный синтез. Это отдельный и очень специфический бизнес, требующий сложных химических технологий, строгого контроля чистоты и больших объёмов производства. Многие производители готовых лекарств сами субстанции не выпускают, а покупают их у специализированных поставщиков.

Второй шаг — производство готовой лекарственной формы. Здесь субстанцию смешивают со вспомогательными веществами, прессуют в таблетки, наполняют капсулы, разливают в ампулы или флаконы, а затем упаковывают в блистеры и коробки с инструкцией. Именно этим занимается большинство фармацевтических заводов, включая оба завода ОФК. Производство готовых форм тоже требует строгого соблюдения стандартов качества, но технологически оно проще синтеза субстанции. Для многих препаратов разница в стоимости между субстанцией и готовой упаковкой определяется не столько химией, сколько упаковкой, контролем качества, регистрацией и продвижением.

Третий шаг — оптовая торговля, или фармацевтическая дистрибуция. Заводу невыгодно напрямую возить свою продукцию в десятки тысяч аптек и больниц по всей стране, поэтому он продаёт её крупным оптовым компаниям. Дистрибьютор закупает лекарства у сотен производителей, хранит их на огромных складах с соблюдением температурного режима и развозит по аптекам, иногда по нескольку раз в день. Четвёртый шаг — аптека или больница, где лекарство наконец попадает к пациенту. В рознице это аптечные сети и независимые аптеки вроде той, которой заведует Нина, а в госпитальном сегменте — больничные аптеки, получающие препараты по государственным контрактам.

На первый взгляд цепочка кажется простой, но за каждым её звеном стоит отдельная отрасль со своей экономикой. Производители субстанций зарабатывают на масштабе и технологиях, производители готовых форм — на портфеле препаратов и умении их продвигать, дистрибьюторы — на обороте и логистике, аптеки — на наценке и потоке покупателей. Инвестор, который смотрит на сектор как на единое целое, упускает из виду, что эти звенья могут чувствовать себя совершенно по-разному. Бывают годы, когда производители процветают, а

аптеки страдают от снижения наценок, и наоборот. Поэтому разбор цепочки начинается с того, чтобы понять, где в ней создаются деньги.

Самое первое звено цепочки преподносит инвестору неожиданный сюрприз. Значительная часть мирового производства фармацевтических субстанций сосредоточена в двух странах: Китае и Индии. За последние тридцать лет производство действующих веществ для массовых дженериков постепенно переехало из Европы и США в Азию, где ниже затраты на труд, энергию и строительство заводов, а экологические требования долгое время были мягче. Индия стала крупнейшим производителем дженериков в мире, однако и сама она в значительной степени зависит от поставок промежуточных химических продуктов из Китая. В результате цепочка поставок многих привычных лекарств по всему миру начинается на китайских химических заводах.

Эта зависимость касается и России. По оценкам участников рынка, большая часть субстанций, используемых российскими производителями дженериков, закупается за рубежом, прежде всего в Китае и Индии. ОФК в этом отношении типична: около 70% субстанций она закупает у азиатских поставщиков, и именно поэтому значительная часть её себестоимости зависит от курса юаня и рупии к рублю. Компания годами покупала субстанции у одних и тех же проверенных поставщиков, но каждая смена поставщика требует внесения изменений в регистрационные документы препарата и занимает много месяцев. Подробнее о том, как валюта отражается на прибыли фармпроизводителя, мы поговорим в девятой главе.

Зависимость от двух стран-поставщиков стала заметна всему миру в начале 2020 года, когда пандемия остановила работу многих китайских заводов. Производители лекарств в разных странах вдруг обнаружили, что их запасы субстанций рассчитаны на несколько месяцев, а заменить поставщика быстро невозможно. Индия на время ограничила экспорт ряда действующих веществ и готовых препаратов, чтобы обеспечить собственный рынок. Этот эпизод заставил правительства многих стран задуматься о возвращении производства субстанций домой, и тема лекарственной безопасности с тех пор не сходит с повестки. В России она тоже стала одной из опор государственной политики в фармацевтике, о чём мы поговорим отдельно.

Для инвестора из этой истории следует простой вывод. Производитель, который выпускает собственную субстанцию, лучше защищён от перебоев с поставками и от колебаний курса, чем тот, кто полностью зависит от импорта. Зато собственное производство субстанции требует больших вложений и окупается только при достаточных объёмах. Именно поэтому ОФК после долгих раздумий решила строить собственный завод субстанций, который должен заработать в 2027 году и обойдётся примерно в 8 миллиардов рублей. Будет ли это вложение удачным, во многом зависит от того, сможет ли компания загрузить новое производство и не окажется ли её субстанция дороже азиатской.

Между владельцем препарата и заводом, который его выпускает, существует ещё одно важное разделение, которое часто удивляет новичков. Компания, на которую зарегистрировано лекарство и которая продаёт его под своей маркой, вовсе не обязательно производит его сама. Многие фармкомпании, особенно в развитых странах, передают производство специализированным подрядчикам, которых называют контрактными производителями. Такой подрядчик не владеет препаратом, не тратится на его разработку и продвижение, а просто выпускает продукцию по заказу и получает за это фиксированную плату. Владелец препарата сосредотачивается на разработке, регистрации и маркетинге, оставляя заботы о заводе другим.

Контрактное производство напоминает отношения между модным брендом одежды и швейной фабрикой. Бренд придумывает модели, раскручивает их в рекламе и получает основную наценку, а фабрика шьёт по чужим лекалам и зарабатывает на объёмах и эффективности. У каждой стороны свои преимущества и свои риски. Бренд зависит от фабрики в вопросах качества и сроков, а фабрика зависит от заказов брендов и может потерять крупного клиента.

В фармацевтике эта модель особенно распространена при выпуске сложных лекарственных форм и биологических препаратов, требующих дорогого оборудования.

В России контрактное производство тоже развивается, и некоторые отечественные заводы выпускают препараты по заказу иностранных компаний, которые хотят локализовать производство на российском рынке. Для инвестора важно понимать, какую роль играет компания в этой схеме. Если основная часть её выручки приходится на контрактное производство, её маржа обычно ниже, а зависимость от нескольких крупных заказчиков выше. Если же компания владеет собственным портфелем зарегистрированных препаратов, она контролирует цену и марку, но несёт все расходы на продвижение. ОФК относится ко второму типу, хотя иногда загружает свободные мощности заказами других компаний.

Перейдём к следующему звену, которое большинство людей вообще не замечает. Фармацевтические дистрибьюторы — это гигантские по выручке компании, которые при этом работают с очень тонкой маржей. Крупнейшие российские дистрибьюторы оборачивают сотни миллиардов рублей в год, а их чистая прибыль нередко составляет всего один-два процента от выручки. Причина в том, что дистрибьютор продаёт чужой товар, на цену которого почти не влияет, а производители и аптечные сети постоянно давят на его наценку. Его основная ценность — логистика: умение быстро и надёжно доставить тысячи наименований в тысячи точек.

Бизнес дистрибьютора можно сравнить с работой огромного речного порта. Через порт проходит гигантский объём грузов, которые принадлежат другим людям, а порт зарабатывает небольшую плату за каждую тонну, которую он перегрузил и отправил дальше. Если поток грузов велик и стабилен, даже маленькая плата превращается в солидную прибыль, а если поток сокращается, порт быстро уходит в убыток из-за высоких постоянных затрат. Кроме того, порт должен держать на своих складах много чужих грузов, а значит, ему нужен большой оборотный капитал. Похожим образом работают и фармацевтические дистрибьюторы.

Оборотный капитал — главная головная боль дистрибьютора. Он покупает лекарства у производителя с отсрочкой платежа, например на 60 дней, хранит их на складе в среднем месяц, а затем продаёт аптекам тоже с отсрочкой, которая может доходить до 90 дней и больше. Если аптеки платят медленнее, чем дистрибьютор должен платить производителю, разрыв приходится закрывать кредитами. Когда процентные ставки высоки, обслуживание этих кредитов способно съесть всю его тонкую маржу. Поэтому дистрибьюторы особенно уязвимы в периоды дорогих денег и часто становятся первыми жертвами отраслевых кризисов.

Посмотрим, как это выглядит в цифрах на условном примере. Допустим, региональный дистрибьютор продаёт лекарств на 36 миллиардов рублей в год, то есть около 100 миллионов рублей в день. Он покупает товар у производителей за 33 миллиарда рублей и получает отсрочку платежа в 60 дней, держит товар на складе 30 дней и даёт аптекам отсрочку 75 дней. Значит, между оплатой товара и получением денег от аптек проходит в среднем 45 дней, то есть 30 дней хранения плюс 75 дней отсрочки минус 60 дней, которые ему дал производитель. За эти 45 дней дистрибьютор должен профинансировать товар примерно на 4 миллиарда рублей по закупочным ценам.

Если эти 4 миллиарда рублей взяты в кредит под 15% годовых, проценты обойдутся дистрибьютору в 600 миллионов рублей в год. Его валовая прибыль при наценке около 9% составляет 3 миллиарда рублей, из которых нужно оплатить склады, транспорт, персонал и прочие расходы, допустим, на 2,2 миллиарда рублей. До выплаты процентов у него остаётся 800 миллионов рублей, после процентов всего 200 миллионов, а после налога на прибыль — 150 миллионов. Чистая маржа составляет менее половины процента от выручки, и любое ухудшение условий её съедает.

Теперь представим, что крупная аптечная сеть, один из главных клиентов дистрибьютора, требует увеличить отсрочку с 75 до 90 дней. Цикл финансирования вырастает с 45 до 60 дней, и дистрибьютору нужно уже около 5,4 миллиарда рублей оборотного капитала вместо

4. Дополнительные 1,4 миллиарда рублей при той же ставке обойдутся ещё в 210 миллионов рублей процентов в год, и вся прибыль исчезает. Этот простой расчёт объясняет, почему дистрибьюторы так болезненно реагируют на рост ставок и на требования крупных сетей. Для них несколько дней отсрочки решают, будет ли год прибыльным.

Стоит добавить, что дистрибуция лекарств — это не просто перевозка коробок, а лицензируемая деятельность с жёсткими требованиями. Оптовый склад должен соблюдать правила хранения лекарственных препаратов: поддерживать нужную температуру и влажность, вести учёт сроков годности, отделять забракованные и отозванные партии. Многие препараты требуют хранения в холоде, и для них нужны отдельные холодильные камеры и специальный транспорт. Нарушения грозят штрафами, а в тяжёлых случаях — приостановкой лицензии, что для дистрибьютора равносильно остановке бизнеса. Поэтому вход в отрасль требует серьёзных вложений, и это одно из немногих защитных преимуществ, которые у дистрибьюторов всё-таки есть.

Крупный дистрибьютор вкладывает в склады и транспорт миллиарды рублей, и новичку трудно сразу предложить аптекам такой же широкий ассортимент и такую же скорость доставки. Именно поэтому рынок дистрибуции в России за последние два десятилетия заметно консолидировался, и большую его часть сегодня контролирует небольшое число крупных игроков. Консолидация немного улучшает переговорные позиции оптовиков, но не отменяет давления со стороны производителей и аптечных сетей, которые остаются сильнее. Для инвестора это означает, что даже лидер дистрибуции редко становится высокомаржинальным бизнесом, а его акции обычно оцениваются скромно.

Теперь, когда мы знаем всех участников цепочки, проследим, как делится между ними цена одной упаковки. Возьмём условный препарат ОФК, который продаётся в аптеке Нины за 500 рублей. Расчёт будет приблизительным, но пропорции в нём близки к реальным для обычного дженерика. Начнём с конца, то есть с государства, потому что его доля включена в цену, хотя покупатель её обычно не замечает. Из 500 рублей примерно 45 рублей 45 копеек составляет налог на добавленную стоимость по ставке 10%, которая в России на момент написания книги применяется к большинству лекарств.

Ставка 10% для лекарств — это льготная ставка, установленная Налоговым кодексом вместо основной, которая значительно выше. Государство сознательно делает лекарства дешевле, отказываясь от части налога. Медицинские услуги, которые оказывают имеющие лицензию организации, на момент написания книги вообще освобождены от налога на добавленную стоимость. Для частных клиник это заметное преимущество перед многими другими видами бизнеса, но у него есть обратная сторона: клиника не может принять к вычету налог, уплаченный при покупке оборудования и материалов, и он ложится в её расходы. Налоговые правила периодически меняются, поэтому при анализе конкретной компании всегда стоит сверяться с актуальной редакцией закона.

Без налога цена упаковки составляет примерно 454 рубля 55 копеек, и эту сумму аптека оставляет себе в обмен на товар. Аптека купила препарат у дистрибьютора за 330 рублей, значит, её валовая прибыль с упаковки составляет около 124 рублей 55 копеек, или примерно 27% от цены без налога. Из этой суммы аптека платит аренду, зарплату провизорам, коммунальные расходы и всё остальное, а то, что остаётся, и есть её прибыль. Дистрибьютор в свою очередь купил упаковку у ОФК за 300 рублей, и его валовая прибыль составила 30 рублей, то есть 10% к цене закупки. Из этих 30 рублей он оплачивает склады, транспорт, кредиты на оборотный капитал и персонал.

Остаётся производитель, который получил свои 300 рублей. Посмотрим, как они распределяются внутри ОФК, если принять пропорции из её годового отчёта. Себестоимость производства составляет 45% цены, то есть 135 рублей, и в неё входят субстанция, вспомогательные вещества, упаковка, зарплата рабочих и работа завода. На продвижение препарата уходит

15%, или 45 рублей, на разработки, отражённые в расходах, около 15 рублей, на общие и административные расходы ещё 15 рублей. Оставшиеся 90 рублей, или 30% цены производителя, составляют операционную прибыль до амортизации, которую аналитики называют EBITDA.

Сведём результат в одну картину, описав её словами. Из 500 рублей, которые покупатель оставил в аптеке, около 45 рублей получило государство в виде налога, около 125 рублей осталось у аптеки до вычета её расходов, 30 рублей получил дистрибьютор, а 300 рублей пришли производителю. Из производительских 300 рублей лишь 90 рублей составляют операционную прибыль, а остальное ушло на производство, продвижение, разработки и управление. Получается, что из каждой упаковки за 500 рублей операционная прибыль производителя составляет всего 18% от цены на полке. Цифры, конечно, условны, но они хорошо показывают, насколько длинна цепочка между заводом и покупателем.

Такой расчёт помогает развеять один популярный миф. Многие люди уверены, что лекарства дорогие потому, что фармкомпании получают сверхприбыли с каждой таблетки. На деле для обычных дженериков значительная часть цены уходит на дистрибуцию, аптечную наценку, налоги, продвижение и производство, а прибыль производителя составляет лишь часть от общей суммы. Совсем иначе обстоит дело с оригинальными запатентованными препаратами, где маржа производителя может быть очень высокой, и об этом мы поговорим в пятой главе. Для дешёвых массовых лекарств производитель зачастую зарабатывает не на высокой наценке, а на огромных объёмах.

Есть и ещё одно важное разделение рынка, которое влияет на то, по какой цепочке движется лекарство. Весь рынок делится на розничный и госпитальный сегменты, и они живут по разным правилам. В розничном сегменте лекарство попадает в аптеку и покупается пациентом за свои деньги, а в госпитальном — закупается больницами для лечения пациентов в стационаре, как правило за счёт средств обязательного страхования и бюджета. К госпитальному сегменту близко примыкает льготное лекарственное обеспечение, при котором государство закупает препараты и выдаёт их отдельным категориям граждан бесплатно. По оценкам аналитиков, примерно две трети рынка в деньгах приходится на розничные продажи, а остальное — на государственный сегмент.

Розничный и госпитальный сегменты различаются не только плательщиком, но и набором лекарств. В аптеках продаются в основном препараты для лечения дома: таблетки от давления, обезболивающие, средства от простуды, витамины, мази, препараты для желудка. В больницах используют растворы для инъекций и капельниц, антибиотики для тяжёлых инфекций, препараты для наркоза, дорогие онкологические средства, препараты крови. Поэтому производитель таблеток и производитель инъекционных форм могут работать почти на разных рынках. У ОФК есть оба завода, и именно поэтому её выручка распределена между сегментами почти поровну.

Различаются у двух сегментов и способы продаж. В рознице производитель борется за внимание врача, который выписывает рецепт, за внимание провизора, который может посоветовать покупателю конкретный препарат, и за место на полке аптечной сети. Он тратит деньги на медицинских представителей, рекламу безрецептурных лекарств и маркетинговые договоры с аптеками. В госпитальном сегменте всё решает аукцион, на котором больница или региональный заказчик выбирает поставщика с самой низкой ценой среди тех, кто соответствует требованиям. Здесь маркетинг почти не нужен, зато нужна способность выдержать ценовую конкуренцию и вовремя исполнить контракт.

Для инвестора эти два сегмента представляют разные профили риска. Розничные продажи более стабильны, лучше защищены от резких изменений и обычно приносят более высокую маржу, особенно если у компании сильные марки. Госпитальные продажи могут расти скачками, когда компания выигрывает крупный контракт, но могут и резко падать, если контракт достаётся конкуренту. Кроме того, бюджетные заказчики нередко платят с задержкой, и

компания вынуждена кредитовать государство за свой счёт. Как устроены эти закупки и как читать их следы в отчётности, мы подробно разберём в восьмой главе.

Теперь можно ответить на главный вопрос этой главы: где в цепочке самая высокая маржа и почему она там держится. Ответ зависит от того, о каком лекарстве идёт речь. Для оригинального препарата, защищённого патентом, наибольшую долю денег забирает владелец препарата, потому что у него нет конкурентов и он сам назначает цену в пределах того, что готовы платить пациенты и государство. Для массового дженерика маржа производителя ниже, и значительная часть цены распределяется между дистрибьютором, аптекой и государством. Для производителя субстанций маржа зависит от того, насколько сложна химия: простые вещества продаются почти по себестоимости, а сложные приносят хороший доход.

Устойчивая маржа держится там, где у участника цепочки есть что-то, что трудно повторить. У владельца оригинального препарата это патент и данные клинических исследований. У производителя брендированного дженерика это доверие врачей и пациентов к его марке, накопленное годами. У аптечной сети это расположение аптек, масштаб закупок и поток покупателей, а у дистрибьютора — логистическая инфраструктура, которую сложно построить с нуля. Там, где такого преимущества нет, маржа быстро размывается конкуренцией, и участник цепочки превращается в обычного поставщика, работающего почти без прибыли.

Эту закономерность удобно запомнить, если представить лекарственную цепочку в виде реки, по которой сплавляют лес. На реке стоят несколько плотин, и каждая берёт плату за проход, но размер этой платы зависит от того, есть ли рядом обходной путь. Если обойти плотину невозможно, как невозможно обойти патент на уникальный препарат, хозяин плотины может брать большую плату. Если рядом есть несколько свободных проток, плата падает почти до нуля, потому что сплавщики просто выберут более дешёвый путь. Инвестору стоит искать хозяев плотин, которые трудно обойти, и осторожно относиться к тем, у кого рядом много свободных проток.

Посмотрим на наши сквозные компании с этой точки зрения. ОФК производит в основном дженерики, поэтому её плотины не так высоки, как у владельцев оригинальных препаратов, но у неё есть несколько сильных брендированных дженериков, которым доверяют врачи. Главный из них, препарат для лечения гипертонии, приносит компании около 4 миллиардов рублей в год, и именно он во многом определяет её маржу. ВАС зарабатывает на масштабе и расположении своих аптек, а также на маркетинговых доходах от производителей, о которых речь пойдёт в одиннадцатой главе. Каждая из компаний занимает своё место на реке, и у каждой своя плотина.

Хозяева плотин постоянно пытаются расширить свои владения вверх или вниз по реке, и этот процесс называют вертикальной интеграцией. Крупные аптечные сети строят собственные распределительные центры и всё чаще закупают лекарства напрямую у производителей, минуя независимых дистрибьюторов. Так они забирают себе часть наценки, которая раньше доставалась оптовику, и получают больший контроль над ассортиментом. Производители, в свою очередь, иногда создают собственную дистрибуцию или даже открывают аптеки, хотя последнее встречается реже из-за конфликта интересов с аптечными сетями. Дистрибьюторы отвечают на это попытками обзавестись собственными аптеками или услугами для мелких аптек, которым не под силу самостоятельная закупка.

Для инвестора вертикальная интеграция одновременно открывает возможности и несёт угрозы. Компания, которая занимает сразу несколько звеньев цепочки, может зарабатывать больше и лучше контролировать свой бизнес. Однако она же берёт на себя риски каждого звена и вынуждена управлять очень разными видами деятельности, что получается далеко не у всех. Дистрибьютор, который теряет крупных клиентов из-за того, что они начинают закупать напрямую, может годами терять выручку, даже если рынок в целом растёт. Поэтому при ана-

лизе любой компании цепочки стоит смотреть, кто из её соседей по реке пытается построить обходную протоку.

Независимая аптека Нины в этом смысле находится в самом слабом положении. Она закупает товар у нескольких дистрибьюторов небольшими партиями, не может требовать особых скидок и не имеет собственного склада. Аптечная сеть, открывающая точку по соседству, покупает те же препараты дешевле за счёт объёма и прямых контрактов с заводами. Разница в закупочной цене может составлять несколько процентов, и в бизнесе, где вся прибыль аптеки измеряется такими же несколькими процентами от выручки, это решающее преимущество. Нина понимает это лучше любого аналитика, и именно это знание однажды заставит её задуматься об акциях BAC.

Вечером в выходные Роман приезжает к матери в Тулу, и они вместе раскладывают на столе схему, которую Нина нарисовала на обратной стороне старого календаря. На одном конце схемы химический завод где-то в Китае, на другом — пенсионер у кассы её аптеки, а между ними корабли, склады, грузовики и полки. Роман долго рассматривает схему и признаётся, что раньше думал о фармкомпании как о чём-то вроде пекарни, которая сама выращивает пшеницу, мелет муку, печёт хлеб и продаёт его в собственном магазине. Оказалось, что каждый этап принадлежит разным людям, и каждый из них живёт по своим правилам. Нина отвечает, что именно поэтому её аптека может страдать, когда производители процветают.

Пример Нины не случайный, и он заслуживает внимания. Независимая аптека находится в самом конце цепочки, где на её наценку давят и государственное регулирование, и конкуренция со стороны крупных сетей, и рост аренды. Производитель, у которого есть сильные марки, в это же время может спокойно повышать цены на препараты вне регулируемого перечня и наращивать прибыль. Дистрибьютор, зажатый между ними, борется за каждый процент наценки и за сокращение отсрочек платежа. Состояние отрасли в целом может быть хорошим, а состояние отдельного звена плохим, и наоборот.

Для практического анализа из этой главы полезно вынести несколько вопросов, которые стоит задавать о любой компании сектора. В каком звене цепочки она работает: производит субстанции, готовые формы, торгует оптом, держит аптеки или лечит пациентов? Владеет ли она собственными препаратами или работает по чужим заказам? На каком сегменте сосредоточены её продажи, розничном или госпитальном, и от кого она зависит в цепочке поставок? Есть ли у неё что-то, что трудно повторить конкурентам, то есть высокая плотина, или она работает на реке со множеством свободных проток?

Ответы на эти вопросы не требуют сложных расчётов и доступны любому, кто внимательно прочитает годовой отчёт и описание бизнеса в документах компании. При этом они сразу отсекают множество ошибочных ожиданий. Инвестор, понимающий, что покупает акции дистрибьютора, не будет ждать от него маржи оригинального производителя, а инвестор, покупающий акции производителя дженериков, не удивится ценовой конкуренции. Многие разочарования в секторе здравоохранения происходят именно оттого, что человек покупает акцию, не понимая, в каком звене работает компания. Он слышит слово «фарма» и представляет себе мировой гигант с патентованными бестселлерами, а получает скромного дистрибьютора с маржой в один процент.

Подведём итоги главы о лекарственной цепочке. Путь лекарства начинается с фармацевтической субстанции, большая часть которой в мире производится в Китае и Индии, и эта зависимость делает цепочку поставок уязвимой к перебоям и к колебаниям валют. Дальше субстанция превращается в готовую лекарственную форму на заводе, который может принадлежать владельцу препарата или работать по контракту. Дистрибьюторы обеспечивают движение лекарств по стране, оборачивают огромные суммы, но зарабатывают очень тонкую маржу и сильно зависят от стоимости кредитов на оборотный капитал. Аптеки и больницы замыкают

цепочку, причём розничный и госпитальный сегменты отличаются плательщиком, набором лекарств и способом продаж.

Цена упаковки на полке делится между всеми участниками, и для обычного дженерика производитель получает лишь около шестидесяти процентов от неё, а его операционная прибыль составляет менее пятой части. На лекарства в России действует льготная ставка налога на добавленную стоимость, а медицинские услуги от этого налога освобождены. Высокая и устойчивая маржа держится там, где у участника цепочки есть труднопреодолимое преимущество: патент, сильная марка, масштаб или логистическая инфраструктура. Там, где такого преимущества нет, конкуренция быстро съедает прибыль.

Мы несколько раз упоминали, что самые высокие плотины в лекарственной реке строят владельцы оригинальных препаратов, защищённых патентом. Однако чтобы получить такой патент и такой препарат, компании приходится пройти долгий, дорогой и очень рискованный путь от первой идеи до первой упаковки в аптеке. Сколько лет занимает этот путь, сколько он стоит и какая доля разработок до него доходит? Почему трагедия, случившаяся более полувека назад, до сих пор определяет требования к каждому новому лекарству? В четвёртой главе Роман отправится на медицинскую конференцию и узнает, через что проходит молекула, прежде чем стать лекарством.

Глава 4. Десять лет до первой упаковки

Большой конференц-зал в казанском выставочном центре заполнен почти до последнего ряда. Роман приехал на ежегодную кардиологическую конференцию, чтобы набрать баллы для непрерывного образования и послушать коллег, но больше всего его интересует доклад о новой молекуле для лечения сердечной недостаточности. Учёный из небольшой исследовательской компании показывает слайды с графиками, объясняет механизм действия и рассказывает об успешных результатах на лабораторных животных. В зале оживление, кто-то фотографирует слайды на телефон, а сосед Романа шёпотом говорит, что это может быть прорыв. Роман тут же открывает приложение брокера и ищет, не торгуются ли акции этой компании на бирже.

Акций компании на бирже не оказывается, и Роман испытывает лёгкое разочарование. Вечером он рассказывает об этом матери, и Нина задаёт вопрос, который ставит его в тупик. Она спрашивает, сколько лет пройдёт, прежде чем этот препарат появится у неё в аптеке, если вообще появится. Роман знает в общих чертах, что любое лекарство проходит клинические исследования, но никогда не задумывался о сроках, деньгах и вероятности успеха. Он решает разобраться в этом до конца, ведь от ответа зависит, стоит ли вообще гоняться за прорывными разработками.

Путь любого нового лекарства начинается задолго до того, как о нём узнают врачи. Сначала учёные изучают болезнь и ищут в организме мишень, на которую можно воздействовать, например фермент, рецептор или белок, участвующий в развитии болезни. Затем они перебирают тысячи и даже сотни тысяч химических соединений, чтобы найти те, которые способны повлиять на эту мишень. Современные лаборатории используют для этого роботизированные установки и компьютерное моделирование, но работа всё равно занимает годы. Из огромного числа кандидатов отбирают несколько десятков самых многообещающих молекул, которые затем улучшают, добиваясь нужной активности и безопасности.

После отбора начинаются доклинические исследования. Молекулу изучают в пробирке на клетках и тканях, а затем на лабораторных животных, чтобы понять, как она действует, как распределяется в организме, как выводится и насколько токсична. Учёные определяют, в каких дозах вещество безопасно, какие органы могут пострадать и нет ли у него опасных отдалённых эффектов, например способности вызывать рак или повреждать плод. Доклинический этап обычно занимает несколько лет, и на нём отсеивается большинство кандидатов. Молекула, прекрасно работавшая в пробирке, часто оказывается слишком токсичной или плохо всасывается в организме.

Доклад, который так впечатлил Романа, касался как раз доклинического этапа. Результаты на лабораторных животных — это важная, но очень ранняя веха, и до аптечной полки от неё ещё очень далеко. Многие болезни у животных протекают иначе, чем у людей, и препарат, излечивающий мышей, нередко оказывается бесполезным для человека. Опытные исследователи шутят, что медицина давно научилась вылечивать почти любую болезнь у мышей. В этой шутке много горькой правды, и инвестору стоит помнить её каждый раз, когда он слышит о впечатляющих доклинических результатах.

Если доклинические данные обнадёживают, компания получает разрешение регулятора на исследования с участием людей, и начинаются клинические исследования. Их традиционно делят на три последовательные фазы, каждая из которых отвечает на свой вопрос. Первая фаза проверяет прежде всего безопасность: препарат дают небольшой группе, обычно от двадцати до ста человек, часто здоровым добровольцам, и наблюдают, как он переносится, как распределяется в организме и какие дозы допустимы. Для некоторых препаратов, например противоопухолевых, первую фазу проводят сразу на больных, потому что давать такое лечение здо-

ровым людям было бы неэтично. Эта фаза длится обычно от нескольких месяцев до года-полутора.

Вторая фаза отвечает на вопрос, работает ли препарат вообще. Его дают уже больным людям, в группе от ста до нескольких сотен человек, и сравнивают результаты с плацебо или со стандартным лечением. Исследователи подбирают оптимальную дозу и ищут первые признаки эффективности, а заодно продолжают собирать данные о безопасности. Вторая фаза — самая опасная для разработки, потому что именно на ней выясняется, что многообещающая молекула не даёт нужного эффекта у людей. Отраслевые исследователи давно называют этот рубеж долиной смерти лекарств, и большинство проектов погибает именно здесь.

Третья фаза — самая большая, долгая и дорогая. Препарат испытывают на сотнях и тысячах пациентов, нередко в десятках клиник разных стран, чтобы надёжно доказать его эффективность и выявить редкие побочные эффекты, которые не видны в небольших группах. Исследования третьей фазы для препаратов от хронических болезней могут длиться несколько лет, потому что нужно убедиться, что лекарство снижает риск инфарктов или продлевает жизнь, а не просто улучшает анализы. Стоимость третьей фазы часто превышает стоимость всех предыдущих этапов вместе взятых. Если препарат успешно проходит её, компания подаёт документы на регистрацию.

Регистрация тоже занимает время, обычно от нескольких месяцев до года и больше. Регулятор изучает тысячи страниц данных клинических исследований, проверяет производство и выносит решение о том, можно ли выпускать препарат на рынок. После регистрации наблюдение за лекарством не заканчивается: компания обязана собирать сведения о побочных эффектах в реальной практике, и иногда для этого проводят отдельные исследования, которые называют четвёртой фазой. Бывает, что редкий, но опасный побочный эффект обнаруживается только после того, как препарат приняли сотни тысяч людей. В таких случаях лекарство могут отозвать с рынка даже через несколько лет продаж.

Сложив все этапы вместе, мы получаем путь, который в среднем занимает от десяти до пятнадцати лет от начала поиска молекулы до появления препарата в аптеке. Значит, если доклад, который слушал Роман, касался молекулы на доклиническом этапе, препарат в лучшем случае поступит в аптеку Нины где-то в середине следующего десятилетия. К тому времени Роман может стать заведующим отделением, а сама Нина, скорее всего, уже выйдет на пенсию. Это не повод отказываться от интереса к новым разработкам, но хороший повод трезво оценивать сроки. Инвестор, который ждёт быстрой отдачи от доклинической молекулы, почти наверняка будет разочарован.

Ещё важнее сроков вероятность того, что молекула вообще дойдёт до аптеки. Отраслевые исследования, проводившиеся на тысячах разработок, дают довольно стабильную картину. По данным обзора американской биотехнологической организации BIO, охватившего разработки 2006–2015 годов, из препаратов, вступивших в первую фазу клинических исследований, до регистрации доходило менее 10%. Из десяти кандидатов, начавших испытания на людях, на рынок выходит в среднем меньше одного. Если же считать от доклинического этапа, где кандидатов ещё больше, вероятность успеха становится совсем маленькой.

Вероятность распределена по фазам неравномерно, и это стоит знать. Первую фазу, по тем же отраслевым оценкам, успешно проходит примерно половина кандидатов, потому что на ней проверяют прежде всего безопасность. Вторая фаза оказывается самым суровым фильтром, и до третьей фазы добирается лишь около трети вошедших во вторую. Третью фазу проходит больше половины кандидатов, а регистрацию после успешной третьей фазы получает подавляющее большинство. Перемножив эти вероятности, мы и получаем итоговые несколько процентов успеха от первой фазы до аптеки.

Вероятность сильно различается и по областям медицины. Хуже всего шансы у онкологических препаратов и средств для лечения болезней нервной системы, где биология осо-

бенно сложна, а требования к доказательствам высоки. Лучше шансы у препаратов для лечения болезней крови и у вакцин против инфекций. Для инвестора это означает, что разработка в онкологии на ранней стадии несёт больший риск, чем разработка в гематологии на той же стадии. Хорошие аналитики всегда смотрят не на абстрактную вероятность успеха, а на статистику для конкретной области и конкретного типа препарата.

Теперь о деньгах, которые тратятся на этот длинный и рискованный путь. Оценки стоимости разработки одного нового препарата расходятся очень сильно, и причина этого кроется в методах подсчёта. Одно из самых цитируемых исследований, проведённое центром Тафтса в США и опубликованное в 2016 году, оценило стоимость вывода одного нового препарата на рынок примерно в 2,6 миллиарда долларов. В эту сумму вошли не только прямые расходы на успешный препарат, но и расходы на все провалившиеся разработки, а также стоимость денег, вложенных на долгие годы. Другие исследования, опиравшиеся на открытые данные небольших компаний, получали медианную оценку около одного миллиарда долларов.

Почему цифры различаются в разы, понять несложно, если разобраться в логике расчёта. Первое различие в том, учитываются ли провалы. Компания, которая вывела на рынок один препарат, по пути закрыла девять других проектов, и их стоимость тоже нужно отнести на успешный препарат, иначе картина будет приукрашенной. Второе различие в том, учитывается ли стоимость денег во времени, ведь вложения, сделанные за пятнадцать лет до первой продажи, могли бы всё это время приносить доход в другом месте. Третье различие связано с тем, о каком препарате идёт речь, потому что разработка нового онкологического средства стоит гораздо дороже, чем новой формы известного лекарства.

Для российского инвестора эти цифры важны по двум причинам. Во-первых, они объясняют, почему оригинальные препараты стоят так дорого: компания должна окупить не только успешную разработку, но и все провалы. Во-вторых, они показывают масштаб ставок, на которые способны только очень крупные компании или те, кто привлекает деньги венчурных инвесторов. Российские фармкомпании пока редко ведут полный цикл разработки принципиально новых молекул, сосредотачиваясь на дженериках, биоаналогах и улучшенных формах известных препаратов. ОФК, например, тратит на исследования и разработки 3 миллиарда рублей в год, что сопоставимо с бюджетом одной-двух клинических программ среднего размера у мировой фармкомпании.

Чтобы почувствовать, как провалы влияют на стоимость успеха, проследим судьбу условной сотни молекул, вступивших в клинические исследования. Допустим, первая фаза для каждой стоит 300 миллионов рублей, вторая — 1 миллиард, третья — 5 миллиардов рублей. На первую фазу для ста кандидатов компания потратит 30 миллиардов рублей, и примерно половина, то есть 52 молекулы, пройдёт дальше. Вторая фаза для них обойдётся в 52 миллиарда рублей, и до третьей фазы доберутся около 15 кандидатов. Третья фаза для пятнадцати препаратов будет стоить 75 миллиардов рублей, её успешно завершат около девяти, а регистрацию получат примерно восемь.

Сложим все расходы: 30, 52 и 75 миллиардов рублей дают 157 миллиардов рублей, потраченных ради восьми зарегистрированных препаратов. Получается, что каждый успешный препарат обошёлся почти в 20 миллиардов рублей, хотя прямой путь одной молекулы через все три фазы стоил бы лишь 6,3 миллиарда рублей. Разница в три с лишним раза — это цена провалов, которые неизбежно сопровождают разработку. Компания, которая забывает учесть эти провалы в своих планах, неизбежно переоценивает доходность своих проектов. Инвестор, который смотрит только на успешные препараты, совершает ту же ошибку.

Из этого расчёта вытекает ещё одна важная мысль. Крупная фармкомпания, ведущая одновременно десятки разработок, может позволить себе провалы, потому что они уравновешиваются успехами в других проектах. Небольшая компания с одним или двумя кандидатами такой возможности не имеет: провал единственного препарата означает для неё катастрофу.

Отсюда огромная разница в риске между акциями диверсифицированного гиганта и акциями небольшой исследовательской компании, даже если обе работают в одной области медицины. Портфель разработок внутри компании выполняет ту же роль, что и портфель акций у инвестора.

Влияние времени на стоимость разработки тоже легко показать на цифрах. Предположим, компания вложила в проект 10 миллиардов рублей, а первые продажи препарата начались через десять лет. Если бы эти деньги всё это время лежали в надёжных инструментах под 10% годовых, через десять лет они превратились бы примерно в 26 миллиардов рублей, ведь при сложном проценте сумма увеличивается в 1,1 в десятой степени раза, то есть примерно в 2,6 раза. Значит, чтобы разработка имела экономический смысл, препарат должен в итоге принести не 10, а гораздо больше 26 миллиардов рублей. Именно поэтому оценки, учитывающие стоимость денег во времени, получаются в разы выше простых сумм расходов.

Для инвестора отсюда следует неочевидный вывод: стоимость разработки очень чувствительна к уровню процентных ставок. Когда деньги дешёвые, долгие проекты выглядят привлекательно, и инвесторы охотно финансируют компании, которые обещают результат через десять лет. Когда деньги дорожают, те же проекты резко теряют в цене, потому что ожидание становится слишком дорогим. Этим во многом объясняется, почему акции исследовательских компаний так сильно реагируют на изменения ставок. Подробнее о связи ставок и стоимости компаний роста рассказано в книге серии о стоимостном инвестировании и инвестировании в рост, а мы вернёмся к этой теме, когда будем говорить о биотехнологиях.

Пока достаточно запомнить простую мысль: время в фармацевтике стоит очень дорого, и каждый год задержки разработки уменьшает её ценность для акционеров.

Длинный путь, низкая вероятность успеха и огромные расходы делают разработку лекарства похожей не на строительство завода, а на последовательность ставок. Финансисты описывают её как цепочку опционов, и это сравнение очень полезно для инвестора. Опцион — это право, но не обязанность сделать что-то в будущем, заплатив за это право сегодня. Компания, которая платит за первую фазу исследований, по сути покупает право перейти ко второй фазе, если результаты окажутся хорошими. Если результаты плохие, она просто не продолжает разработку и теряет только уже вложенные деньги.

Представьте себе многоэтажную лестницу, на каждой площадке которой стоит закрытая дверь. Чтобы открыть первую дверь, нужно заплатить небольшую сумму, и за ней вы узнаёте, стоит ли подниматься дальше. Вторая дверь стоит дороже, третья ещё дороже, и чем выше вы поднимаетесь, тем больше платите за следующий шаг. Однако чем выше вы поднялись, тем больше и шансов, что наверху вас ждёт награда, потому что каждая открытая дверь отсекает часть плохих сценариев. Именно так меняется стоимость разработки по мере того, как она проходит фазу за фазой.

Посмотрим, что это означает для цены акций. Допустим, небольшая компания разрабатывает единственный препарат, который находится во второй фазе, и рынок оценивает её в один миллиард рублей. Если вторая фаза пройдёт успешно, вероятность выхода препарата на рынок резко вырастет, и компания может подорожать в два-три раза. Если же результаты окажутся плохими, от неё останется лишь стоимость денег на счету и лабораторного оборудования, то есть, возможно, пятая часть прежней цены. Компания, стоящая перед такой развилкой, напоминает лотерейный билет с очень неравными исходами, и подробно о том, как оценивают такие билеты, мы поговорим в десятой главе.

Нынешние строгие требования к разработке лекарств сложились не сразу, и у них есть трагическая история. В конце 1950-х годов в Западной Германии появилось успокоительное и снотворное средство на основе вещества талидомид, которое считалось очень безопасным и вскоре стало продаваться во многих странах. Его, в частности, рекомендовали беременным женщинам при утренней тошноте. Через несколько лет врачи заметили резкий рост числа

детей, родившихся с тяжёлыми пороками развития конечностей, и связали его с приёмом талидомида во время беременности. В 1961 году препарат начали отзывать с рынков, но к тому моменту, по разным оценкам, пострадали более десяти тысяч детей по всему миру.

В Соединённых Штатах талидомид так и не попал на рынок, потому что сотрудница американского регулятора Фрэнсис Келси отказалась одобрить его, сочтя данные о безопасности недостаточными. Эта история потрясла общество и привела к принятию в 1962 году поправки Кефовера — Харриса, которая обязала производителей доказывать не только безопасность, но и эффективность препарата в хорошо контролируемых исследованиях. Похожие изменения прошли и в других странах, и именно из этой трагедии выросла современная система поэтапных клинических исследований, строгого контроля и обязательного изучения влияния препаратов на плод. Каждое ограничение, которое удлиняет и удорожает разработку, имеет за собой реальную причину.

Для инвестора у этой истории есть практический вывод, который выходит за рамки истории медицины. Требования регуляторов к доказательствам с годами не смягчаются, а ужесточаются, и компания, которая обещает быстро вывести препарат на рынок в обход стандартных процедур, должна вызывать настороженность, а не восторг. Исключения бывают, например ускоренные процедуры для препаратов против редких болезней или во время эпидемий, но они имеют свои условия и риски. Ускоренно зарегистрированный препарат может потом не подтвердить эффективность в полноценных исследованиях и уйти с рынка. Строгость регулятора неприятна для компании, но в долгосрочной перспективе она защищает и пациентов, и инвесторов от катастроф.

Посмотрим теперь, как устроены клинические исследования в России. Разрешения на их проведение выдаёт Министерство здравоохранения, и ежегодно в стране начинаются сотни новых исследований. Долгое время значительную их часть составляли международные многоцентровые исследования, в которых российские клиники участвовали наряду с клиниками десятков других стран. Для мировых компаний Россия была привлекательна большим числом пациентов, ещё не получавших современного лечения, хорошо подготовленными исследователями и быстрым набором участников. Для российских больниц такие исследования были источником дополнительного финансирования и доступа к новым препаратам.

После 2022 года картина заметно изменилась. Часть иностранных компаний приостановила набор пациентов в российские центры или вовсе отказалась от новых исследований в стране, и доля международных многоцентровых исследований сократилась. Одновременно выросло число локальных исследований, которые проводят российские производители, в том числе исследований биоэквивалентности, подтверждающих, что дженерик ведёт себя в организме так же, как оригинальный препарат. Для отечественных фармкомпаний это открыло доступ к свободным мощностям исследовательских центров, но не решило главную проблему: оригинальные молекулы по-прежнему требуют огромных денег, которых у большинства российских игроков нет. Отрасль постепенно наращивает собственные разработки, но двигается от простого к сложному.

Клинические исследования редко проводит сама компания, которой принадлежит молекула. Набрать тысячи пациентов в десятках больниц, обучить врачей, собрать и проверить данные, подготовить документы для регулятора — всё это требует отдельной армии специалистов. Поэтому в мире сложилась целая отрасль контрактных исследовательских организаций, которые берут на себя организацию исследований по заказу фармкомпаний. Они зарабатывают на каждом проекте независимо от того, окажется ли препарат успешным, и в этом смысле похожи на продавцов лопат во время золотой лихорадки. Пока компании ищут новые лекарства, у исследовательских подрядчиков есть работа.

Для инвестора такие подрядчики представляют интересную альтернативу ставкам на отдельные молекулы. Их выручка зависит не от успеха одного препарата, а от общего объёма

исследований в отрасли, который растёт вместе с расходами фармкомпаний на разработки. Риск у них тоже есть: если финансирование биотехнологических компаний сокращается, число новых исследований падает, и подрядчики теряют заказы. Кроме того, их бизнес требует высококвалифицированных сотрудников, и рост зарплат может давить на маржу. На мировых рынках такие компании давно стали самостоятельной частью сектора здравоохранения, а в России этот сегмент пока остаётся небольшим и представлен в основном частными компаниями.

Похожую роль играют и исследовательские центры при клиниках, где проходят сами испытания. Для частных медицинских сетей участие в клинических исследованиях может стать дополнительным источником дохода и способом привлечь сильных врачей, которым интересна научная работа. Роман, например, знает, что в казанском госпитале ДМГ несколько лет назад участвовали в международном исследовании препарата для лечения сердечной недостаточности, и врачи до сих пор вспоминают его как ценный опыт. Для компании такие проекты не определяют выручку, но укрепляют репутацию и помогают удерживать специалистов. Мы ещё вернёмся к тому, почему врачи являются главным активом клиники, в тринадцатой главе.

Вернёмся к Роману, который на конференции едва не бросился искать акции компании, представившей впечатляющий доклад. Его порыв типичен, и именно на нём часто теряют деньги начинающие инвесторы. Новость о «прорывной разработке» звучит убедительно, особенно когда её рассказывает учёный с горящими глазами, а слушатели фотографируют слайды. Однако за громким заголовком почти всегда стоит ранняя стадия, на которой шансы молекулы дойти до аптеки составляют несколько процентов. Покупая акцию на такой новости, инвестор платит за мечту, вероятность исполнения которой ему не известна.

Эта ошибка усиливается тем, как устроены новости о разработках. Компании, особенно небольшие, заинтересованы в том, чтобы их успехи звучали как можно громче, ведь от этого зависит их способность привлекать деньги. Пресс-релиз о хороших результатах на мышах может быть составлен так, что неподготовленный читатель решит, будто лекарство от болезни уже найдено. Журналисты подхватывают яркий заголовок, а инвесторы покупают акцию, не дочитав до абзаца, в котором упоминается, что речь идёт о доклинических данных. Через несколько дней ажиотаж спадает, а цена возвращается к прежнему уровню или опускается ниже.

Не попасться на эту удочку помогают несколько простых вопросов, и первый из них звучит так: на какой стадии находится разработка: доклиника, первая, вторая или третья фаза? Сколько пациентов участвовало в исследовании и было ли в нём сравнение с плацебо или стандартным лечением? Опубликованы ли полные результаты в научном журнале с независимым рецензированием или пока есть только пресс-релиз компании? Сколько лет и денег понадобится, чтобы довести препарат до рынка, и есть ли у компании эти деньги? Ответ на последний вопрос часто оказывается самым отрезвляющим.

Отдельно стоит сказать о словах, которые должны настораживать. Выражения вроде «революционный», «прорывной», «аналогов в мире нет» в описании ранней разработки редко говорят о реальной ценности и часто служат рекламой. Солидные исследователи и компании обычно используют более осторожный язык, потому что знают, как много перспективных молекул не дошли до аптеки. Если менеджмент компании говорит о своём единственном кандидате так, будто его успех уже гарантирован, это повод проверить, не нуждается ли компания срочно в новых деньгах. Нередко громкие заявления предшествуют дополнительному выпуску акций, на котором продавцы хотят получить максимальную цену.

Роман задаёт себе эти вопросы на следующий день после конференции и быстро получает отрезвляющие ответы. Разработка находится на доклиническом этапе, данные получены на нескольких десятках лабораторных животных, полные результаты нигде не опубликованы, а компания, по слухам, ищет инвесторов для начала первой фазы. До аптеки молекуле предстоит

пройти по меньшей мере десять лет, а шансы на успех, если верить отраслевой статистике, не превышают нескольких процентов. Роман не отказывается от своего интереса к биотехнологиям, но решает подходить к ним гораздо осторожнее и не принимать решений на волне эмоций в конференц-зале. Он записывает в блокнот: «Сначала стадия, потом цена».

Его мать, выслушав этот рассказ, делает свой вывод, который тоже стоит запомнить. Она говорит, что за тридцать лет видела в аптеке десятки новых препаратов, о которых много писали, но лишь немногие из них остались на полках через пять лет. Одни оказались не лучше старых и дешёвых средств, другие уступили конкурентам, третьи ушли с рынка из-за побочных эффектов. Путь лекарства не заканчивается регистрацией, и даже зарегистрированный препарат должен ещё доказать свою ценность врачам и пациентам. Это наблюдение провизора хорошо дополняет статистику клинических исследований.

Подведём итоги главы о разработке лекарств. Путь нового препарата от поиска молекулы до аптеки занимает в среднем от десяти до пятнадцати лет и включает поиск мишени, доклинические исследования, три фазы клинических исследований и регистрацию. Из препаратов, вступивших в первую фазу, до рынка доходит менее десятой части, причём самым суровым фильтром оказывается вторая фаза, а шансы сильно различаются по областям медицины. Стоимость разработки одного препарата оценивается от одного до двух с половиной миллиардов долларов в зависимости от того, учитываются ли провалы и стоимость денег во времени. Сама разработка похожа на цепочку опционов, где каждая успешная фаза увеличивает стоимость проекта, а неудача может обнулить её.

Трагедия с талидомидом в начале 1960-х годов стала отправной точкой для современных строгих требований к доказательствам безопасности и эффективности, и эти требования с годами только ужесточаются. Российская практика клинических исследований после 2022 года сместилась от международных многоцентровых исследований к локальным, но разработка принципиально новых молекул остаётся делом немногих. Для инвестора главный урок главы состоит в том, чтобы не покупать акции на новостях о прорывных разработках, не выяснив стадию, качество данных и финансовые возможности компании. Сначала стадия, потом цена, как записал в блокнот Роман.

Если разработка нового препарата так дорога и рискованна, то почему компании вообще за неё берутся? Ответ кроется в том, что успешный препарат на долгие годы получает защиту от конкурентов, позволяющую окупить все вложения и провалы. Эта защита называется патентом, и у неё есть срок, по истечении которого на рынок приходят дешёвые копии. Что происходит с продажами препарата в момент, когда защита заканчивается, как зарабатывают производители копий и почему копировать биологические препараты гораздо сложнее, чем обычные таблетки? Об этом пойдёт речь в пятой главе, где Нина заметит, как дорогое лекарство вдруг подешевело втрое.

Даже когда стадия разработки понятна, стоит научиться отличать сильные результаты исследования от слабых. В каждом серьёзном исследовании заранее определяется главная цель, которую называют первичной конечной точкой, например снижение риска инфаркта или продление жизни пациентов. Если компания сообщает об успехе, но умалчивает о первичной конечной точке и рассказывает только о второстепенных показателях, это тревожный сигнал. Нередко исследование не достигает главной цели, и тогда компания пытается найти хоть какие-то положительные результаты среди десятков второстепенных показателей. Опытные аналитики сразу ищут в пресс-релизе слова о первичной конечной точке и о том, достигнута ли она.

Второй признак качества результатов связан с тем, что именно измеряли исследователи. Одни исследования оценивают так называемые суррогатные показатели, например уровень холестерина в крови или размер опухоли на снимке. Другие оценивают жёсткие исходы, то есть то, что действительно важно для пациента: число инфарктов, инсультов, смертей или продолжительность жизни. Улучшение суррогатного показателя не всегда превращается в улучшение

жёстких исходов, и в истории медицины было немало препаратов, которые прекрасно снижали показатели анализов, но не продлевали жизнь. Для инвестора результаты по жёстким исходам гораздо ценнее, потому что именно они убеждают регуляторов, врачей и плательщиков.

Третий признак — статистическая значимость и размер эффекта. Исследователи проверяют, не мог ли наблюдаемый результат возникнуть случайно, и если вероятность такой случайности мала, результат признают значимым. Однако значимый результат может быть очень скромным по величине, например снижение риска осложнения на несколько процентов. Такой препарат, скорее всего, зарегистрируют, но продавать его будет трудно, если на рынке уже есть дешёвые средства с похожим действием. Роман как врач хорошо понимает эти тонкости, и это одно из тех мест, где его профессиональное знание действительно помогает инвестору.

Наконец, стоит обращать внимание на то, кто финансировал исследование и кто его проводил. Исследование, которое компания организовала сама, на небольшой группе пациентов и без независимого контроля, заслуживает меньшего доверия, чем крупное рандомизированное исследование с независимым комитетом по мониторингу данных. Рандомизация означает, что пациентов распределяли между группами случайным образом, и это защищает результаты от сознательного или невольного подбора более лёгких больных в группу нового препарата. Двойное слепое исследование, в котором ни врач, ни пациент не знают, кто получает препарат, а кто плацебо, считается золотым стандартом. Если в описании исследования нет ни рандомизации, ни ослепления, его результаты стоит воспринимать как предварительные.

Глава 5. Патент, дженерик и биоаналог

В понедельник Нина разбирает новую поставку и замечает в накладной странную вещь. Препарат для лечения нарушений ритма сердца, который много лет выпускал один иностранный производитель и который стоил в её аптеке почти три тысячи рублей за упаковку, теперь пришёл от трёх разных производителей. Два из них отечественные, один индийский, и самый дешёвый вариант стоит меньше тысячи рублей. Действующее вещество то же самое, дозировка та же, только упаковки разные и названия на коробках другие. Нина хорошо знает, что произошло, но впервые смотрит на это событие глазами инвестора.

Покупатели, которые годами брали дорогой препарат, начинают задавать вопросы. Одни радуются, что лечение подешевело втрое, другие с подозрением спрашивают, не хуже ли дешёвые аналоги оригинала. Пожилая постоянная покупательница, которой Нина много лет отпускает этот препарат, долго держит в руках новую упаковку и в итоге всё-таки берёт старую, дорогую, потому что к ней привыкла. Молодой мужчина, покупающий лекарство для отца, без раздумий берёт самую дешёвую упаковку. За один день Нина видит, как работает механизм, который определяет судьбу целых компаний и миллиардов долларов выручки.

Этот механизм называется окончанием патентной защиты, и чтобы понять его, нужно начать с самого патента. Патент — это право, которое государство даёт изобретателю в обмен на раскрытие сути изобретения. В течение срока действия патента никто, кроме его владельца, не может производить и продавать запатентованное изобретение без согласия владельца. После окончания срока изобретение становится общественным достоянием, и любой желающий может его использовать. Так общество поощряет изобретателей временной монополией, а затем получает доступ к их открытию.

В фармацевтике патент обычно защищает саму молекулу действующего вещества, а также способы её получения, лекарственные формы и способы применения. В России, как и в большинстве стран, срок действия патента на изобретение составляет двадцать лет с даты подачи заявки. Двадцать лет звучит внушительно, но для лекарства эта цифра обманчива. Компания подаёт патентную заявку на ранней стадии разработки, как только находит перспективную молекулу, чтобы конкуренты не опередили её. Затем молекула ещё десять или больше лет проходит доклинические и клинические исследования, о которых шла речь в четвёртой главе.

В результате к моменту выхода препарата на рынок от двадцати лет патентной защиты нередко остаётся всего восемь-десять лет, а иногда и меньше. Именно за эти годы компания должна окупить все расходы на разработку, включая провалы, и получить прибыль. Отсюда стремление фармкомпаний установить максимально высокую цену сразу после регистрации и как можно быстрее нарастить продажи. Каждый год патентной защиты стоит огромных денег, и поэтому компании ведут постоянную борьбу за продление срока монополии всеми доступными законными способами. Для инвестора дата окончания патента на главный препарат компании — одна из самых важных дат в её календаре.

Законодатели многих стран признают, что лекарства теряют значительную часть патентного срока на обязательные исследования, и дают им возможность продлить защиту. В России Гражданский кодекс позволяет продлить срок действия патента на изобретение, относящееся к лекарственному средству, для применения которого нужно получить разрешение государства. Продление возможно не более чем на пять лет и рассчитывается с учётом того, сколько времени прошло от подачи заявки до получения первого разрешения на применение. Похожие механизмы существуют в США и Европейском союзе, хотя их правила различаются в деталях. Пять дополнительных лет для препарата-бестселлера могут означать миллиарды долларов выручки.

Помимо патента, существует ещё один вид защиты, о котором знают немногие инвесторы. Компания, которая провела доклинические и клинические исследования, вложила в

них огромные деньги и собрала данные о безопасности и эффективности препарата. Производитель копии хотел бы сослаться на эти данные, чтобы не проводить дорогие исследования заново, и закон регулирует, когда он может это сделать. В России на момент написания книги действует правило, по которому данные регистрационного досье оригинального препарата защищены в течение шести лет с его регистрации в стране. Заявку на регистрацию копии можно подать раньше, через четыре года для обычного дженерика и через три года для биоаналога, но выпустить её на рынок с опорой на чужие данные до окончания шестилетнего срока нельзя.

Защита данных особенно важна для препаратов, патентная защита которых слаба или скоро заканчивается. Если на момент регистрации в России у препарата остаётся мало лет патента, защита данных даёт ему хотя бы несколько лет без конкуренции копий. Правила защиты данных и их сроки периодически обсуждаются и могут меняться, поэтому при анализе конкретного препарата стоит сверяться с актуальной редакцией закона. Для инвестора важно понимать, что монополия препарата определяется сочетанием патента, его продления и защиты данных. Самая поздняя из этих дат и становится днём, когда к препарату приходят конкуренты.

Посчитаем, как это выглядит на условном примере. Допустим, компания подала патентную заявку на новую молекулу в 2010 году, а первое разрешение на применение препарата получила в 2021 году, то есть через одиннадцать лет. Базовый срок патента истекает в 2030 году, и без продления у препарата было бы всего девять лет монополии. Если закон позволяет продлить срок на время, потерянное на исследования, но не более чем на пять лет, патент может действовать до 2035 года, и монополия вырастет до четырнадцати лет. Разница в пять лет для препарата с выручкой в миллиард долларов в год означает пять миллиардов долларов продаж, которые достанутся оригинатору, а не производителям копий.

Теперь добавим к расчёту защиту данных. Если в России препарат зарегистрирован позже, чем за рубежом, допустим в 2024 году, его данные защищены до 2030 года, но патент с продлением всё равно действует дольше, и защита данных в этом случае ничего не добавляет. Если же патент был слабым или его признали недействительным в результате судебного спора, защита данных становится последним рубежом, который удерживает копии на расстоянии. Для инвестора полезно найти в отчётах компании или в отраслевых обзорах обе даты и запомнить более позднюю. Именно она, а не красивые слова в презентации, определяет, сколько лет препарат будет приносить высокую маржу.

Стоит помнить и о том, что в разных странах эти даты различаются. Препарат может потерять защиту в США раньше, чем в Европе, а в России позже или раньше, в зависимости от того, когда и где были поданы заявки и как прошли судебные споры. Для мировой компании патентный обрыв поэтому часто растягивается на несколько лет и проходит волнами по разным рынкам. Для российского производителя копий важна именно российская дата, ведь выпускать копию в стране до окончания местной защиты нельзя, даже если за рубежом она уже давно продаётся.

Когда этот день наступает, происходит то, что аналитики называют патентным обрывом. Продажи оригинального препарата, годами приносившего компании огромные деньги, начинают стремительно падать, потому что на рынок выходят дешёвые копии. Самый известный пример — препарат для снижения холестерина на основе аторвастатина, который в середине 2000-х годов был самым продаваемым лекарством в мире с годовыми продажами около 13 миллиардов долларов. В конце 2011 года на американском рынке истекла его патентная защита, и в течение следующего года продажи оригинала сократились более чем вдвое. Компания-владелец заранее готовилась к этому событию годами, но всё равно пережила заметное снижение выручки и прибыли.

Ещё более яркий пример последних лет связан с биологическим препаратом против аутоиммунных болезней на основе адалимумаба. Его продажи в мире в лучшие годы превышали 20 миллиардов долларов, что делало его одним из самых доходных лекарств в истории. Владелец препарата выстроил вокруг него плотную сеть из более чем сотни патентов на разные формы, способы производства и применения, которая помогла отсрочить приход конкурентов в США до 2023 года. Когда копии всё-таки вышли на американский рынок, продажи оригинала начали быстро снижаться, и за два года сократились более чем вдвое. Компании пришлось годами выстраивать новые препараты на замену, чтобы компенсировать потерю.

Эти примеры показывают, что патентный обрыв — не теоретическая угроза, а регулярное и предсказуемое событие. Предсказуемость здесь ключевое слово: дата окончания патента известна заранее, и опытные инвесторы закладывают её в цену акций за годы до наступления. Опасность для инвестора представляет не сам обрыв, а ситуация, когда компания не успевает заменить выпадающую выручку новыми препаратами. Поэтому аналитики фармацевтических компаний всегда смотрят на календарь окончания патентов и сравнивают его с портфелем разработок. Если в ближайшие пять лет у компании истекают патенты на препараты, дающие половину выручки, а в разработках нет достойной замены, её акции могут стоить дешевле, чем кажется по текущей прибыли.

Теперь посмотрим на другую сторону патентного обрыва — на тех, кто выпускает копии. Дженерик — это лекарство, которое содержит то же действующее вещество в той же дозировке и лекарственной форме, что и оригинальный препарат, и действует в организме так же. Производителю дженерика не нужно проводить полный цикл исследований, ведь безопасность и эффективность вещества уже доказаны. Достаточно доказать, что его копия ведёт себя в организме так же, как оригинал, для чего проводят сравнительно небольшие исследования биоэквивалентности, о которых мы упоминали в четвёртой главе. Разработка дженерика обходится в десятки и сотни раз дешевле разработки оригинального препарата и занимает несколько лет вместо полутора десятилетий.

Дешёвая разработка открывает двери многим производителям, и отсюда главная особенность экономики дженериков — жёсткая ценовая конкуренция. Пока на рынке один или два дженерика, они продаются ненамного дешевле оригинала и приносят производителям хорошую маржу. Когда производителей становится пять, десять или двадцать, цена начинает стремительно падать, потому что каждый пытается отвоевать долю рынка. По данным американского регулятора, при появлении четырёх производителей дженерика цена падает в среднем почти на 80% по сравнению с ценой оригинала до окончания патента, а при шести и более производителях снижение может превышать 90%. Очень быстро копия превращается в товар, который продаётся почти по себестоимости.

Для производителя дженериков отсюда следует простая стратегия: нужно быть первым. Компания, которая первой выводит копию на рынок сразу после окончания защиты оригинала, получает несколько месяцев или лет относительно высоких цен, пока не подтянутся конкуренты. Для этого она начинает разработку задолго до окончания патента, проводит исследования биоэквивалентности, готовит производство и подаёт документы на регистрацию заранее. В США первому производителю дженерика, успешно оспорившему патент, закон даже даёт шесть месяцев исключительных прав на продажу копии. Быть первым в дженериках так же важно, как быть первым на открытии золотой жилы.

Вторая стратегия производителя дженериков — масштаб и эффективность. Если конкуренция неизбежно сводит цену к себестоимости, выигрывает тот, у кого себестоимость ниже всех. Крупные производители дженериков выпускают сотни препаратов на высокоавтоматизированных заводах, закупают субстанции огромными партиями и разносят постоянные расходы на огромные объёмы. Так работают крупнейшие индийские производители, которые постав-

ляют дешёвые лекарства по всему миру. Небольшой производитель, не обладающий ни первенством, ни масштабом, обречён на скромную маржу и постоянное давление на цены.

Чтобы оценить масштаб угрозы, проделаем условный расчёт для оригинальной компании. Допустим, её выручка составляет 100 миллиардов рублей, а операционная прибыль — 35 миллиардов. Главный препарат приносит 40 миллиардов рублей выручки и, поскольку у него высокая маржа, около 24 миллиардов операционной прибыли, то есть больше двух третей всей прибыли компании. Через три года истекает его патент, и аналитики ожидают, что за два года после обрыва продажи препарата упадут на 70%, до 12 миллиардов рублей, а его маржа снизится из-за ценовой конкуренции.

Если в эти годы ничего не изменится, прибыль от главного препарата сократится с 24 примерно до 5 миллиардов рублей, а операционная прибыль всей компании — с 35 примерно до 16 миллиардов. Прибыль уменьшится больше чем вдвое, и если рынок оценивает компанию по текущей прибыли, не учитывая обрыв, её акции окажутся сильно переоценены. Именно поэтому акции оригинаторов с приближающимся обрывом часто выглядят дешёвыми по мультипликаторам: рынок заранее закладывает падение прибыли. Начинающий инвестор, увидевший низкий коэффициент цены к прибыли, может принять такую компанию за выгодную покупку и угодить в классическую ловушку стоимости.

Спасти положение могут только новые препараты, которые успеют вырасти к моменту обрыва, или покупка других компаний с готовыми продуктами. Поэтому крупные фармкомпании за несколько лет до окончания патентов на свои бестселлеры часто совершают крупные сделки по поглощению разработчиков. Для инвестора объявление такой сделки — важный сигнал: оно показывает, что менеджмент видит проблему, но и то, что ему не хватает собственных разработок. Цена поглощения в таких случаях нередко оказывается очень высокой, потому что продавец знает о срочной потребности покупателя. Подробно о ловушках стоимости рассказано в книге серии о стоимостном инвестировании, а здесь важно запомнить их фармацевтический вариант.

Между двумя этими стратегиями существует третий путь, который особенно хорошо знаком российским фармкомпаниям. Это брендированный дженерик, то есть копия, которая продаётся не под международным названием действующего вещества, а под собственной запоминающейся торговой маркой производителя. Производитель вкладывается в продвижение такой марки среди врачей и пациентов, добивается того, чтобы её выписывали и просили в аптеке именно по названию. В результате брендированный дженерик может продаваться заметно дороже обычной копии, хотя его состав ничем не отличается. Покупатель платит за доверие к марке, за привычку и за уверенность в качестве.

Сцена, которую Нина наблюдала в своей аптеке, наглядно показывает, почему эта модель работает. Пожилая покупательница выбрала знакомую упаковку, хотя рядом лежали втрое более дешёвые аналоги. Многие пациенты, особенно с хроническими болезнями, неохотно меняют препарат, к которому привыкли, а врачи склонны выписывать марки, в качестве которых уверены. На этой инерции и строится бизнес брендированных дженериков, который сочетает невысокие расходы на разработку с относительно высокой маржой. Большая часть выручки ОФК приходится именно на такие препараты, и её главный препарат для лечения гипертонии с выручкой 4 миллиарда рублей — типичный пример этой модели.

У брендированного дженерика есть и слабые места. Его маржа держится на продвижении, а значит, компания вынуждена постоянно тратить большие деньги на медицинских представителей и рекламу. Если государство усиливает требования выписывать препараты по международному названию действующего вещества или если в больничных закупках побеждает только самая низкая цена, преимущество марки исчезает. Кроме того, молодые покупатели, привыкшие сравнивать цены в приложениях, гораздо менее лояльны к маркам, чем старшее поколение. Модель работает, но требует постоянных вложений в поддержание доверия.

Совсем иначе выглядит ситуация с биологическими препаратами, которые занимают всё большую долю мирового рынка. Обычные лекарства — это сравнительно небольшие молекулы, которые получают химическим синтезом и которые можно описать точной формулой. Биологические препараты — это огромные и сложные молекулы, чаще всего белки, которые производят живые клетки в специальных биореакторах. К ним относятся инсулины, моноклональные антитела для лечения рака и аутоиммунных болезней, препараты для лечения болезней крови и многие другие. Об устройстве таких препаратов подробнее рассказано в десятой главе, а здесь важно другое: скопировать их гораздо сложнее.

Если обычный дженерик можно сделать точной копией оригинала, то биологический препарат воспроизвести абсолютно точно невозможно. Свойства белка зависят от линии клеток, условий их выращивания, способа очистки и множества других деталей производственного процесса, которые не раскрываются в патенте. Поэтому копия биологического препарата называется не дженериком, а биоаналогом, или биосимиляром, то есть препаратом, очень похожим на оригинал, но не идентичным ему. Чтобы доказать это сходство, производитель должен провести гораздо более обширные исследования, включая клинические испытания на пациентах. Разработка биоаналога может обходиться в десятки раз дороже разработки обычного дженерика и занимать многие годы.

Высокий порог входа меняет и экономику биоаналогов. Поскольку выпустить копию биологического препарата могут немногие, конкуренция после окончания патента развивается медленнее, а цены падают не так резко, как в случае обычных дженериков. Снижение цены на 30–50% по сравнению с оригиналом — частая история для биоаналогов, тогда как обычные дженерики через несколько лет могут подешеветь на 90%. Для производителя это означает более высокую и устойчивую маржу, но и более высокий риск на этапе разработки. Неудивительно, что именно в биоаналоги вкладываются российские фармкомпании, которые хотят занять дорогие сегменты рынка, о которых мы говорили во второй главе.

ОФК тоже сделала такую ставку. В её портфеле разработок находится биоаналог моноклонального антитела для лечения одного из видов рака, который сейчас проходит третью фазу клинических исследований. Компания рассчитывает зарегистрировать препарат в 2028 году и к 2031 году выйти на продажи около 6 миллиардов рублей в год с маржой EBITDA около 40%, то есть выше нынешней средней маржи компании. Если план сработает, этот препарат один добавит к выручке ОФК пятнадцать процентов и заметно изменит её профиль. Как оценить такую разработку и сколько она может стоить для акционеров, мы разберём в семнадцатой главе.

Оригинальные компании не сидят сложа руки в ожидании патентного обрыва и используют множество способов продлить жизнь своих препаратов. Самый известный из них получил неофициальное название вечнозелёных патентов. Суть его в том, что компания патентует не только саму молекулу, но и новые лекарственные формы, способы производства, комбинации с другими веществами, новые показания к применению. Когда истекает основной патент, препарат продолжают защищать вторичные патенты, и производителям копий приходится либо обходить их, либо оспаривать в суде. Пример с сотней патентов вокруг одного антитела показывает, насколько плотной может быть такая защита.

В российских условиях на соперничество марок и копий сильно влияет понятие взаимозаменяемости лекарственных препаратов. Закон об обращении лекарственных средств предусматривает, что при регистрации определяется, является ли препарат взаимозаменяемым с другими препаратами того же действующего вещества. Взаимозаменяемость означает, что препарат можно использовать вместо другого без ущерба для лечения, поскольку он эквивалентен ему по составу, форме и действию. Для дженериков это открывает дверь в аптечную замену и в больничные закупки, где заказчик не вправе требовать конкретную марку, если на рынке

есть взаимозаменяемые препараты. Для брендированных дженериков, напротив, это означает, что их марка юридически не отличается от конкурентов.

Аптека тоже участвует в этом соперничестве. Правила аптечной практики обязывают работника аптеки информировать покупателя о наличии препаратов с тем же действующим веществом и, в частности, о более дешёвых вариантах. Именно поэтому Нина каждый день предлагает покупателям выбор между знакомой маркой и более дешёвой копией, а покупатель решает сам. В рецептах врачи по общему правилу указывают международное название действующего вещества, а не торговую марку, хотя в особых случаях могут назначить конкретный препарат. Таким образом, регулирование постепенно ослабляет силу марки и подталкивает рынок к ценовой конкуренции.

Для инвестора эта тенденция означает, что маржа брендированных дженериков находится под медленным, но постоянным давлением. Пожилые пациенты остаются верны привычным маркам, но каждое новое поколение покупателей охотнее выбирает по цене, а провизор и врач всё чаще предлагают дешёвую альтернативу. Компании, которые полагаются только на силу марки, рискуют постепенно терять долю, если не обновляют портфель и не выводят новые препараты. Правила взаимозаменяемости и аптечной замены могут меняться, и при анализе компаний стоит следить за обсуждением таких изменений. Для ОФК, у которой брендированные дженерики составляют основу портфеля, это один из главных долгосрочных рисков.

Вторичные патенты порождают бесконечные споры между оригинаторами и производителями копий. Производители дженериков доказывают, что новые патенты не содержат настоящего изобретения и служат лишь для искусственного продления монополии. Оригинаторы отвечают, что улучшенные формы препаратов действительно удобнее для пациентов, например позволяют принимать таблетку раз в день вместо трёх, и заслуживают защиты. Суды разных стран решают эти споры по-разному, и исход часто непредсказуем. Для российских производителей дженериков такие споры стали обычной частью бизнеса, а их результаты иногда определяют, выйдет ли копия на рынок на несколько лет раньше.

Для инвестора патентные споры — это отдельный риск, который сложно оценить заранее. Производитель дженериков может вложить деньги в разработку копии, подготовить производство и затем проиграть суд, который запретит продажи до окончания вторичного патента. Оригинатор, наоборот, может проиграть спор и потерять защиту на несколько лет раньше, чем рассчитывали аналитики. Новости о таких решениях способны сильно двигать котировки, особенно если речь идёт о крупном препарате. Поэтому при анализе компании стоит интересоваться, не ведёт ли она значимых патентных споров и какую долю выручки они затрагивают.

Наконец, у государства есть собственный инструмент вмешательства в патентную защиту, который называется принудительной лицензией. Суть его в том, что государство в особых случаях может разрешить использовать запатентованное изобретение без согласия владельца патента, выплатив ему соразмерную компенсацию. Такие механизмы предусмотрены международными соглашениями и законами многих стран. Например, Индия в 2012 году выдала местному производителю принудительную лицензию на выпуск копии дорогого противоопухолевого препарата, сочтя его цену недоступной для большинства пациентов. Этот случай вызвал широкую дискуссию о балансе между правами изобретателей и доступностью лечения.

В России Гражданский кодекс позволяет правительству в интересах обороны и безопасности государства, а после поправок 2021 года также в интересах охраны жизни и здоровья граждан, разрешить использование изобретения без согласия патентообладателя с выплатой ему компенсации. В конце 2020 года правительство впервые воспользовалось этим правом, разрешив отечественной компании выпускать копию запатентованного противовирусного препарата, применявшегося при лечении коронавирусной инфекции. Кроме того, производитель может обратиться в суд за принудительной лицензией, если его собственное изобрете-

ние невозможно использовать без нарушения чужого патента. Применяются такие механизмы редко, но сама возможность их применения влияет на переговоры между государством и иностранными оригинаторами о ценах и локализации.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.