

Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.



TENIZ CAPITAL  
INVESTMENT BANKING



Bristol Myers  
Squibb™

# Bristol-Myers Squibb: стратегия роста на фоне патентных ВЫЗОВОВ



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

## Bristol-Myers Squibb: стратегия роста на фоне патентных вызовов

### Стратегия компании

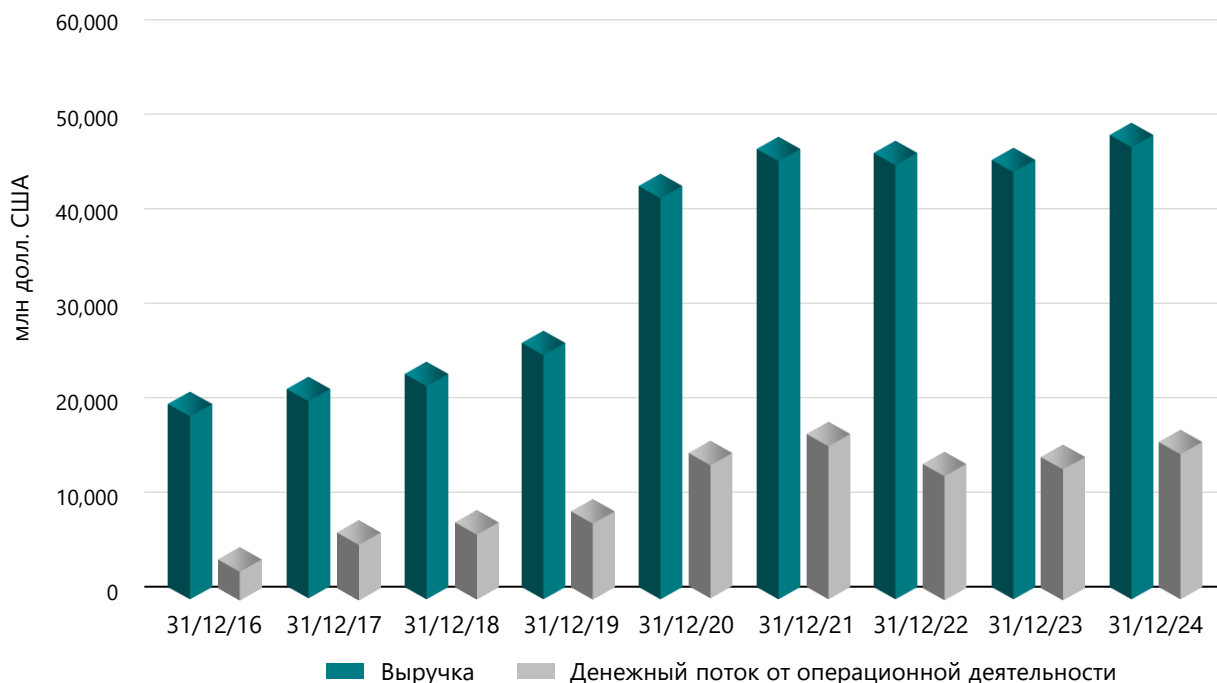
**Bristol-Myers Squibb (тикер: BMY)** проходит масштабную трансформацию после приобретения Celgene, смещая стратегический фокус на новые, высокодоходные препараты, призванные компенсировать потери от истечения патентов на старые блокбастеры. Например, к 2026 году у BMY истекают патенты на ключевые онкопрепараты Revlimid и Pomalyst, а к 2028 году – на кардиопрепарат Eliquis (совместный продукт с Pfizer). Для замещения выпадающих доходов BMY активно укрепляет портфель инноваций: в последние годы приобретены MyoKardia (Camzyos — кардиология) и Karuna (Cobenfy — психиатрия). Партнёрства с BioNTech, RayzeBio и рядом биотехнологических компаний усилили конвейер разработок в онкологии, аутоиммунных и редких заболеваниях.

Сильными сторонами стратегии BMY являются диверсифицированная продуктовая линейка, многопрофильный конвейер и широкая сбытовая сеть, позволяющая сохранять ценовую власть. Широкая патентная защита и гигантский размер компании создают «экономический ров», обеспечивающий высокую доходность на вложенный капитал: обозреватели отмечают, что благодаря патентам и масштабу BMY удаётся генерировать доходность значительно выше стоимости капитала. Среди рисков — переходный период “патентного обрыва”, высокая долговая нагрузка после сделки с Celgene и зависимость от американского рынка (около 70% продаж).

### Финансовая устойчивость

После приобретения Celgene BMY чистый долг компании на конец 2024 года составляет около \$40 млрд. При этом компания генерирует стабильные денежные потоки по диверсифицированному портфелю, благодаря чему долговая нагрузка быстро снижается: аналитики ожидают, что показатель Net Debt/EBITDA опустится ниже 2х уже к 2026 году.

График 1: Выручка и операционные денежные потоки BMY







ВМУ продолжает агрессивно реинвестировать в расширение конвейера (мелкие и средние сделки по пополнению R&D), но сохраняет устойчивую дивидендную политику – отношение выплат к прибыли традиционно менее 50%, что позволяет не опасаться сокращения дивидендов в ближайшие годы.

### Продуктовый портфель и перспективы

Основная выручка ВМУ формируется за счёт препаратов в онкологии, гематологии, кардиологии и иммунологии. Ключевые источники дохода в 2024 году:

- кардиопрепарат **Eliquis** (\$13,3 млрд)
- онкопрепарат **Opdivo** (\$9,3 млрд)

На эти два препарата приходится свыше 40% совокупных продаж. Значимый вклад сохраняют также **Revlimid** (\$5,8 млрд) и **Pomalyst** (\$3,5 млрд) – ключевые активы гематологического сегмента.

Одновременно усиливается вклад нового поколения препаратов:

- **Reblozyl** (\$1,8 млрд) – лидер в терапии анемии
- **Breyanzi** (\$0,75 млрд) – один из первых коммерчески успешных продуктов CAR-T.

Аналитики ожидают устойчивый двузначный рост продаж по ключевым новым направлениям. К 2030 году Breyanzi и Reblozyl могут стать драйверами выручки, а Camzyos – выйти на ежегодные продажи свыше \$1,5 млрд. По оценке Morningstar, с учётом вероятности клинического успеха, скорректированная доходность на капитал (ROIC) останется в диапазоне 10–12%, что значительно выше стоимости капитала.

### Стратегические вызовы: «патентный обрыв» и конкуренция

Основной стратегический вызов для ВМУ — поэтапная потеря эксклюзивности на ключевые препараты. Анализ показывает, что лекарственные средства, генерирующие 47% выручки компании за 2024 год, столкнутся с прямой конкуренцией со стороны дженериков и биосимиляров в период до 2028 года. Эта угроза представляет собой не одномоментное событие, а скорее «каскад» последовательных потерь, растянутый на несколько лет.

Проблема началась с онкологического препарата Revlimid, который столкнулся с поэтапным вводом дженериков на рынок с 2022 года. Этот процесс продолжится для препарата Pomalyst, эксклюзивность которого будет утрачена к 2026 году. Кульминацией станет 2028 год, когда патентную защиту в США потеряют сразу два блокбастера: антикоагулянт Eliquis (продвигается совместно с Pfizer) и флагманский иммуноонкологический препарат Opdivo. Opdivo, на который приходится 19% выручки 2024 года, дополнительно столкнется с потенциальным давлением со стороны программы Medicare, которая может начать переговоры о снижении цены на препарат в 2029 году.

Такая растянутая во времени угроза требует от компании не просто одного или двух успешных запусков новых препаратов, а непрерывного потока инноваций для компенсации выпадающих доходов. В качестве защитной меры компания разработала подкожную версию Opdivo (Opdivo Qvantig), которая призвана замедлить эрозию продаж после появления биосимиляров за счет большего удобства для пациентов и клиник.

Помимо угрозы со стороны дженериков, ВМУ ведет напряженную борьбу на рынке иммуноонкологии. Ключевым конкурентом для Opdivo является препарат Keytruda от компании Merck, который занимает лидирующие позиции на рынке. Успех ВМУ в этом сегменте будет зависеть не только от защиты долей рынка Opdivo, но и от успешного вывода на рынок комбинированных терапий, таких как Opdualag, и препаратов следующего поколения, например, pumitamidg, разрабатываемого в партнерстве с BioNTech.



Таблица 1: Потеря патентной защиты и меры по компенсации

Препарат	Терапевтическая область	Потеря эксклюзивности в США	Статус	Меры компенсации
Revlimid	Онкология (миелома)	2022-2026 (поэтапно)	Устаревающий	Компенсация за счет новых препаратов (iberdomide, mezigdomide)
Pomalyst	Онкология (миелома)	к 2026	Устаревающий	Компенсация за счет новых препаратов (iberdomide, mezigdomide)
Eliquis	Кардиология	2028	Устаревающий	Рост продаж новых кардиологических препаратов (Camzyos)
Opdivo	Иммуноонкология	2028	Устаревающий	Запуск подкожной версии (Qvantig), комбинации (Opdualag), новые препараты (pumitamig)
Reblozyl	Гематология	н/д	Растущий	Расширение показаний к применению
Breyanzi	Клеточная терапия	н/д	Растущий	Лидирующие позиции на рынке США
Camzyos	Кардиология	н/д	Растущий	Выход на многомиллиардные продажи
Cobenfy	Неврология	н/д	Растущий	Потенциал продаж до \$5 млрд в год

### Трансформация портфеля через M&A и R&D

В ответ на беспрецедентные вызовы Bristol-Myers Squibb реализует агрессивную и проактивную стратегию, направленную на кардинальную трансформацию своего портфеля. Эта стратегия базируется на двух ключевых элементах: масштабных сделках по слияниям и поглощениям (M&A) и интенсивных инвестициях в собственные исследования и разработки (R&D).

### Архитектура роста через M&A

Стратегия M&A компании направлена не на простую покупку выручки, а на приобретение целых технологических платформ и стратегических компетенций в новых, высокомаржинальных терапевтических областях. Это сознательная диверсификация, снижающая зависимость от традиционной иммуноонкологии и создающая несколько независимых векторов будущего роста.

- Приобретение **Celgene** (2019, \$74 млрд): Эта мега-сделка стала краеугольным камнем трансформации. Она не только принесла в портфель BMY такие блокбастеры, как Revlimid, но, что более важно, обеспечила компании мощную платформу в гематологии, включая препарат для лечения анемии Reblozyl, и доступ к передовой технологии клеточной терапии CAR-T (Breyanzi).
- Приобретение **MyoKardia** (2020, \$13 млрд): Эта сделка открыла для BMY новый рынок — лечение редких сердечно-сосудистых заболеваний, добавив в портфель потенциальный блокбастер Camzyos.

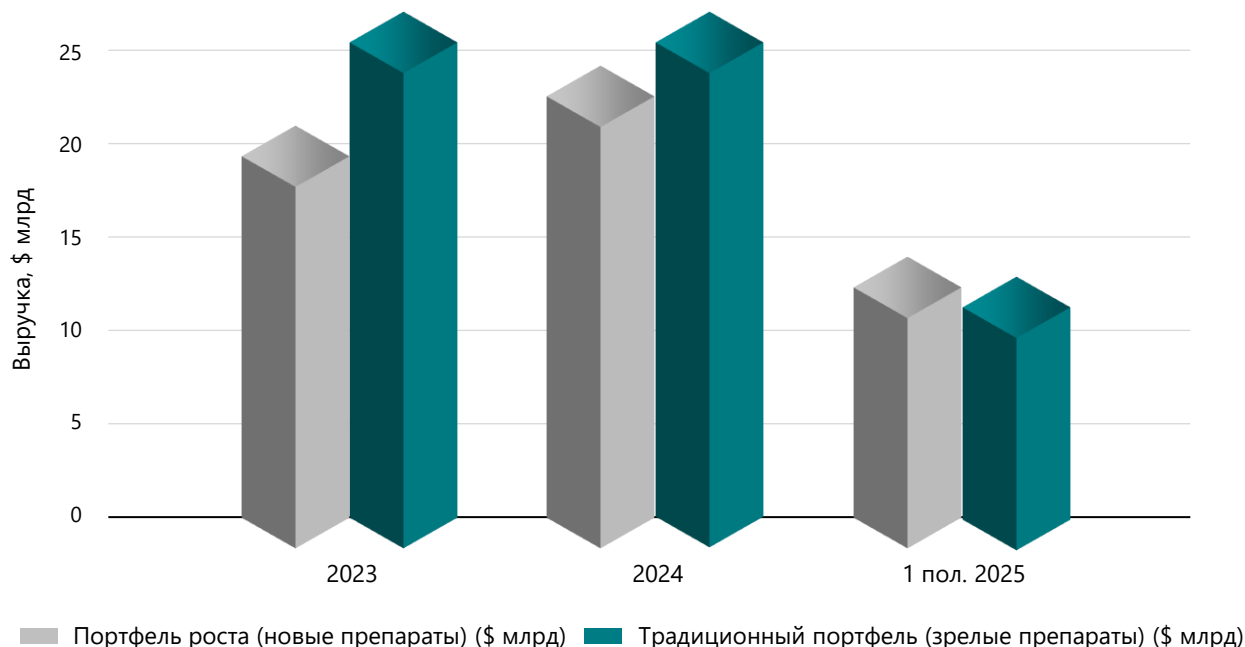


- **Karuna, RayzeBio, Mirati (2024):** Покупка компании Karuna (неврология, препарат Cobenfy), а также онкологических фирм Mirati и RayzeBio демонстрирует стремление ВМУ и дальше укреплять свой инновационный конвейер и выходить в области с высокой неудовлетворенной медицинской потребностью.

Новые препараты, такие как Reblozyl, Breyanzi, Camzyos и Cobenfy, уже демонстрируют сильную динамику и призваны стать новыми драйверами роста. Кроме того, на поздних стадиях разработки находятся многообещающие кандидаты, включая препараты iberdomide и mezigdomide для лечения множественной миеломы, а также иммуноонкологический препарат pumitamig.

Эта стратегия подкрепляется высоким уровнем инвестиций в R&D. Расходы на исследования и разработки составляют 20-25% от выручки, что значительно превышает среднеотраслевой показатель в 15-20%. Такие вложения являются прямым следствием диверсифицированной стратегии: компания вынуждена одновременно финансировать дорогостоящие клинические исследования в нескольких капиталоемких областях, что является ценой за создание устойчивого будущего роста.

**График 2: Продажи новых лекарств занимают все более крупную долю**



### Устойчивость рентабельности

Несмотря на давление со стороны «патентного обрыва», прогнозируется, что скорректированная рентабельность инвестированного капитала в течение следующих 10 лет будет находиться на уровне 13-17%. Этот показатель значительно превышает стоимость капитала компании, оцененную в 7%. Такой прогноз подтверждает уверенность в том, что новые, более защищенные от конкуренции продукты смогут компенсировать снижение прибыльности от стареющего портфеля и обеспечить создание акционерной стоимости в долгосрочной перспективе.

Агрессивная M&A-стратегия привела к существенному увеличению долговой нагрузки компании. Однако анализ финансового состояния показывает, что компания обладает достаточной прочностью для управления своими обязательствами и финансирования будущего роста.



## **Генерация денежных потоков и управление левэриджем**

Сильной стороной финансового профиля BMU является мощная генерация денежных потоков. Компания генерирует более \$10 млрд свободного денежного потока (Free Cash Flow, FCF) в год. Этот стабильный приток средств от диверсифицированного портфеля действующих препаратов выступает в роли «финансовой подушки безопасности», обеспечивая стабильность в период, когда новые препараты только выходят на пиковые продажи.

Благодаря сильным денежным потокам, ожидается, что компания сможет значительно снизить финансовый рычаг. Прогнозируется, что соотношение чистого долга к EBITDA упадет ниже консервативного уровня 2,0х к 2026 году. Достижение этой цели будет означать, что фаза повышенного финансового риска успешно пройдена.

## **Вывод**

Bristol-Myers Squibb остаётся одной из самых устойчивых фармацевтических компаний мира, проходящей через временный период трансформации. Несмотря на приближение «патентного обрыва» для ключевых блокбастеров, компания демонстрирует сильные фундаментальные показатели — стабильные денежные потоки, высокий уровень маржинальности и дисциплинированное управление долгом.

При текущей оценке около 7–8х свободного денежного потока (P/FCF) акции BMU выглядят потенциально недооценёнными. Это уровень, характерный скорее для зрелых промышленных компаний, чем для высокомаржинального фармбизнеса с масштабным конвейером инноваций. На данный момент средний P/E для S&P500 это 23-24, в то время как средний P/E для американской фарма компании равен 20.

С учётом растущих продаж новых препаратов (Reblozyl, Breyanzi, Camzyos, Cobenfy), снижения долговой нагрузки и ожидаемого восстановления темпов роста выручки и прибыли после 2026 года, скорее всего, денежные потоки компании будут расти, а не снижаться. Таким образом, BMU остаётся одной из наиболее устойчивых компаний сектора здравоохранения — с потенциалом переоценки по мере выхода новых препаратов на рынок.





TENİZ CAPITAL  
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

## АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,  
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,  
БЦ CDC-1

Республика Казахстан,  
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,  
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: [clients@tenizcap.kz](mailto:clients@tenizcap.kz) | [tenizcap.kz](https://tenizcap.kz)  
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)  
+7 778 208 88 80  
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ  
[ib@tenizcap.kz](mailto:ib@tenizcap.kz)

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ  
[sales@tenizcap.kz](mailto:sales@tenizcap.kz)