Halyk Research

# *Welcome To The World Of STOCKS!*

Балғабек Меруерт m.balgabek@halykfinance.kz

09.11.2026

| Обзор компании ADMA Biologics, Inc. (ADMA) | |
|---|---|
| Сектор | Здравоохранение |
| Отрасль | Биотехнологии |
| Торговая площадка | NASDAQ |
| ISIN | US0008991046 |
| Валюта отчетности | Доллар США |
| Капитализация, $млрд | 2,8 |
| Средний ежед. объем торгов, $млн | 32,1 |
| Бета акции, x | 0,7 |
| Максимальная цена за 52 недели, $ | 20,5 |
| Минимальная цена за 52 недели, $ | 7,2 |
| Дата следующей отчетности | 25.02.2027 |
| Кред. рейтинги за последние 12 м. | Нет рейтинга |

Текущая цена:
$12,73

Целевая цена:
$15,28

Потенциал (6 месяцев) **+20,0%**

| Фин.показатели | 2024 | 2025 | LTM | 2026П | 2027П |
|---|---|---|---|---|---|
| Выручка, $млн | 426 | 510 | 512 | 535 | 630 |
| EBITDA, $млн | 149 | 202 | 246 | 281 | 346 |
| Чис. прибыль, $млн | 198 | 147 | 169 | 185 | 223 |
| EPS, $/акцию | 0,85 | 0,62 | 0,72 | 0,80 | 0,95 |
| Валовая марж-ть, % | 51% | 57% | 65% | 70% | 71% |
| Опер. марж-ть, % | 33% | 38% | 44% | 48% | 51% |
| EBITDA марж-ть, % | 35% | 40% | 48% | 52% | 55% |
| Чистая марж-ть, % | 46% | 29% | 33% | 34% | 35% |
| ROA, % | 48% | 26% | 28% | - | - |
| ROE, % | 82% | 36% | 42% | - | - |
| P/E | 27,0 | 21,6 | 17,5 | 16,2 | 14,9 |

Источник - Bloomberg

*Мы в телеграме* https://t.me/halykfinance

*Наш корпсайт* https://halykfinance.kz/research/?lang=ru

# ОПЕРАЦИОННЫЙ ПРОФИЛЬ

**Описание компании**

ADMA Biologics, Inc. (NASDAQ: ADMA) — американская биофармацевтическая компания полного цикла, которая производит и продает препараты иммуноглобулина[1] из плазмы крови для пациентов с иммунодефицитом. Компания контролирует всю цепочку: сбор плазмы[2] в собственных центрах ADMA BioCenters, фракционирование[3] и очистку на заводе в Бока-Ратоне (Флорида) мощностью до 600 тыс. литров плазмы в год, розлив и выпуск готовой продукции. На рынке три одобренных FDA[4] препарата: ASCENIV и BIVIGAM для лечения первичного иммунодефицита (ПИД[5]) и Nabi-HB для профилактики гепатита B. Ключевой актив — ASCENIV: его доля в выручке выросла с 36% в 2023 году до 71% в 2025 году и 88% в 3 кв. 2026 года. В отличие от стандартных иммуноглобулинов, ASCENIV производится с добавлением плазмы доноров с высоким титром[6] антител к респираторно-синцитиальному вирусу (PCB)[7], отобранных по запатентованной методике, и компания продвигает его для пациентов, которым стандартные препараты помогают недостаточно (по инструкции он одобрен для лечения первичного гуморального иммунодефицита у пациентов от двух лет). По данным менеджмента, ASCENIV пока менее чувствителен к ценовой конкуренции, которая с конца 2025 года усилилась на рынке стандартных иммуноглобулинов в США: на него вышли новые препараты со скидками, а у дистрибьюторов накопились избыточные запасы (подробнее — в разделах «Отраслевой прогноз» и «Ключевые риски»). Инвестиционный профиль опирается на рост ASCENIV, расширение валовой маржи до 69–71% за счет смены структуры продаж и новой технологии, увеличивающей выход продукции из плазмы[8], а также на положительный операционный денежный поток. При этом выкуп акций частично финансируется долгом. В 2026 году котировки оказались под давлением из-за отчета шорт-селлера[9] Culper Research, падения продаж BIVIGAM и снижения годового прогноза.

---

[1] **Иммуноглобулины (антитела)** — белки плазмы крови, с помощью которых иммунная система распознает и нейтрализует бактерии и вирусы. Препараты иммуноглобулина получают из плазмы тысяч здоровых доноров и вводят пациентам, у которых собственных антител не хватает.

[2] **Сбор плазмы (плазмаферез)** — процедура в лицензированном донорском центре: кровь донора проходит через автоматический аппарат, который отделяет плазму (жидкую часть крови, около 55% ее объема), а остальные компоненты возвращает донору. В США донор может сдавать плазму не чаще двух раз в семь дней и обычно получает $50–100 за донацию; каждая донация проверяется на инфекции. В стране работают более 1 тыс. таких центров, в 2023 году в них собрано около 55 млн литров плазмы.

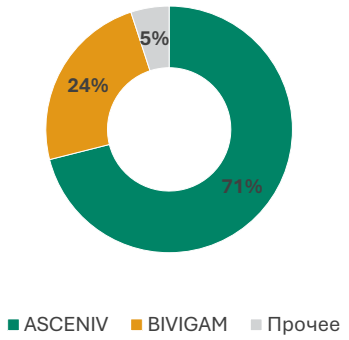
[3] **Фракционирование** — промышленное разделение плазмы на отдельные белки (альбумин, иммуноглобулины, факторы свертывания и др.) с помощью охлаждения, спирта, изменения кислотности и центрифугирования. Промежуточные продукты (фракции) — полупродукты этого процесса, которые компания не перерабатывает в собственные препараты и продает другим производителям.

[4] **FDA (Food and Drug Administration)** — Управление по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов США: одобряет лекарственные препараты, лицензирует их производство и центры сбора плазмы.

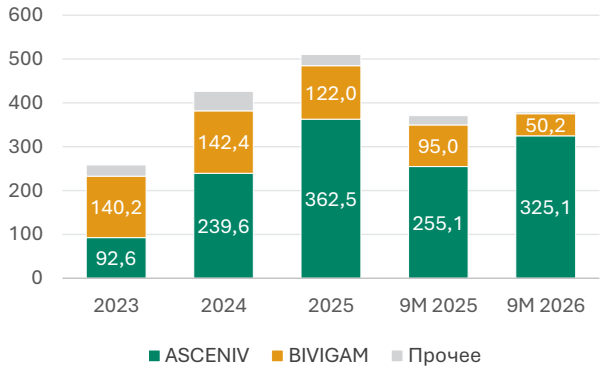
[5] **ПИД (первичный иммунодефицит)** — группа врожденных генетических нарушений, при которых организм не вырабатывает достаточно антител или они не работают. Распространенность в США — около 1 на 2 тыс. человек (150–250 тыс. диагностированных пациентов), примерно половина из них регулярно получает инфузии иммуноглобулина.

[6] **Титр антител** — концентрация антител к определенному возбудителю в плазме или препарате. Плазма с высоким титром содержит таких антител больше, чем у среднего донора.

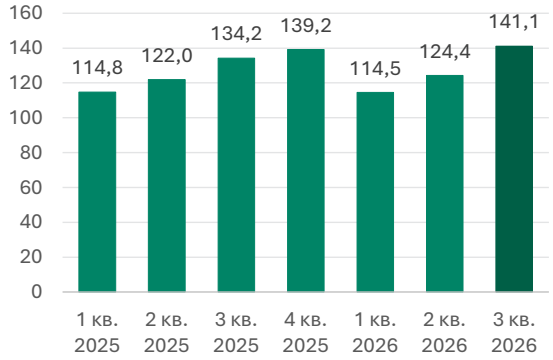
**Структура выручки 2025 года, %**



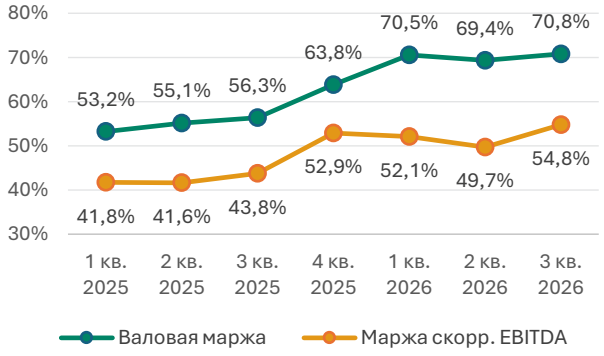

**Выручка по продуктам, $млн**




**Выручка по кварталам, $млн**




**Маржинальность, % от выручки**




*Источник: отчетность компании, расчеты Halyk Finance*

## Ключевые продукты

| | |
|---|---|
| **ASCENIV** | Основной источник выручки и прибыли: $362,5 млн, или 71% выручки 2025 года (+51% г/г), и $124,7 млн в 3 кв. 2026 года (+31% г/г). Внутривенный иммуноглобулин (IVIG[10]) одобрен FDA в апреле 2019 года для лечения ПИД, в мае 2026 года показания расширены на детей с двух лет. Препарат производится из пула плазмы не менее 1 тыс. доноров, в который добавляется плазма с высоким титром нейтрализующих антител к PCB; такую плазму, по данным компании, дают менее 10% протестированных доноров. В регистрационном исследовании III фазы[11] у 59 пациентов не |

[7] **PCB (респираторно-синцитиальный вирус)** — распространенный респираторный вирус; у людей с ослабленным иммунитетом может вызывать тяжелые инфекции нижних дыхательных путей.
[8] **Технология увеличения выхода продукции** — одобренное FDA в апреле 2025 года изменение производственного процесса ADMA, которое позволяет получать на 20% и более готового иммуноглобулина из того же объема плазмы.
[9] **Шорт-селлер** — инвестор, который зарабатывает на падении акций: занимает и продает бумаги, рассчитывая выкупить их дешевле. Такие фонды публикуют исследования с критикой компаний, в акциях которых держат короткую позицию; Culper Research раскрыла короткую позицию в акциях ADMA.
[10] **IVIG (intravenous immunoglobulin)** — внутривенный иммуноглобулин: препарат из плазмы тысяч доноров, содержащий концентрированные антитела класса IgG. Стандартные препараты IVIG разных производителей близки по составу и взаимозаменяемы, поэтому конкурируют в основном ценой и условиями поставок.
[11] **Регистрационное исследование III фазы** — заключительный этап клинических испытаний, по результатам которого FDA решает вопрос об одобрении препарата. Для иммуноглобулинов при ПИД FDA требует, чтобы частота серьезных бактериальных инфекций (пневмонии, сепсиса, менингита и др.) не превышала одного случая на пациента в год.

| | |
|---|---|
| | зафиксировано ни одной серьезной бактериальной инфекции за 12 месяцев лечения. Целевая популяция — около 25 тыс. пациентов с ПИД (около 10% от 250 тыс. диагностированных) с хроническими инфекциями и сопутствующими заболеваниями легких, которым не помогают стандартные иммуноглобулины; по оценке компании на январь 2026 года, она охвачена примерно на 4%, а в ноябре 2026 года CEO сообщил, что охват превысил этот уровень. Число пациентов и назначающих врачей компания не раскрывает, поэтому о спросе можно судить по выручке и данным дистрибьюторов о потреблении: в июне 2026 года месячный прирост потребления был максимальным с 1П 2024 года, а в годовом прогнозе заложен рост на 2–4% в месяц. |
| **BIVIGAM** | Стандартный внутривенный иммуноглобулин для лечения ПИД у взрослых и детей с двух лет; перешел к ADMA вместе с заводом в Бока-Ратоне в 2017 году и повторно выведен на рынок в 2019 году. Выручка 2025 года — $122,0 млн (24% совокупной, −14% г/г). В отличие от ASCENIV, BIVIGAM производится из обычной донорской плазмы без отбора доноров по уровню антител к PCB, поэтому по составу близок к стандартным препаратам конкурентов и взаимозаменяем с ними: клиники и дистрибьюторы выбирают между такими препаратами в основном по цене и условиям поставок, тогда как ASCENIV продается с премией к стандартным иммуноглобулинам. Именно поэтому BIVIGAM первым принял удар ценовой войны (см. «Отраслевой прогноз»): в 1 кв. 2026 года продажи упали на 54% г/г до $15,4 млн, во 2 кв. 2026 года — на 49% г/г до $19,4 млн, хотя к предыдущему кварталу выросли на 26%. В 3 кв. 2026 года выручка снова снизилась — до $15,4 млн (−35% г/г, −21% к предыдущему кварталу), однако, по данным компании, потребление препарата конечными пользователями к началу 4 кв. стабилизировалось. Менеджмент ожидает снижения выручки BIVIGAM на 40–50% по итогам 2026 года и не намерен отвечать на скидки конкурентов: по словам CEO, компания сохраняет стабильную цену и не будет предоставлять крупные скидки ради объема. BIVIGAM получил статус предпочтительного препарата в ряде программ закупочных организаций (GPO[12]). |

[12] **GPO (group purchasing organization)** — закупочная организация, которая согласует с производителями цены и условия поставок от имени объединения медицинских учреждений.

| | |
|---|---|
| **Nabi-HB и прочие продукты** | Nabi-HB — гипериммунный глобулин[13] против гепатита B, который вводят для профилактики заболевания после контакта с вирусом (например, новорожденным от инфицированных матерей); одобрен FDA в 1999 году. На него приходится менее 10% выручки производственного сегмента, поэтому компания отражает его в статье прочих продуктов вместе с промежуточными продуктами фракционирования — белковыми фракциями плазмы, которые остаются после выделения иммуноглобулина и продаются другим производителям. Выручка статьи снизилась до $8,6 млн в 2025 году против $34,0 млн в 2024 году: компания сократила продажи промежуточных фракций, а в 2024 году статья также включала разовую корректировку резерва по рибейтам Medicaid[14] на $12,6 млн. Кроме того, ADMA получает небольшую лицензионную выручку: в 2012 году компания продала Biotest эксклюзивные права на продажу ASCENIV в Европе, Северной Африке и на Ближнем Востоке и признает полученные тогда платежи в выручке равными частями в течение срока лицензии (около 22 лет), т.е. около $0,1 млн в год. |

**Сегменты**

| | |
|---|---|
| **ADMA BioManufacturing** | Сегмент включает производство на заводе в Бока-Ратоне и продажу ASCENIV, BIVIGAM, Nabi-HB и промежуточных продуктов фракционирования, а также оказание контрактных производственных и лабораторных услуг. В 2025 году на сегмент пришлось $493,0 млн, или 97% выручки компании; 99% продаж приходится на США. Основные покупатели — специализированные дистрибьюторы: две компании, BioCare и CuraScript, обеспечили 73% выручки 2025 года. |
| **Центры сбора плазмы (ADMA BioCenters)** | Сегмент обеспечивает компанию сырьем и продает излишки плазмы третьим лицам: выручка 2025 года — $17,0 млн (3% выручки, +62% г/г). В 1 кв. 2026 года ADMA продала три из десяти центров за $12 млн (прибыль от продажи — $8,0 млн) и заключила с покупателем долгосрочный договор на поставку плазмы с высоким титром антител к PCB. |

[13] **Гипериммунный глобулин** — препарат иммуноглобулина из плазмы доноров с высоким уровнем антител к конкретному возбудителю (например, вирусу гепатита B, бешенства, столбняка); применяется для экстренной профилактики или лечения соответствующей инфекции.

[14] **Medicare и Medicaid** — государственные программы медицинского страхования в США: Medicare — для граждан старше 65 лет и людей с инвалидностью, Medicaid — для малообеспеченных. Производители лекарств обязаны выплачивать этим программам рибейты (возврат части цены после продажи); их размер оценивается и резервируется заранее.

Оставшихся семи центров достаточно для самообеспечения обычной плазмой, а высокотитровую плазму компания закупает в основном по контрактам. Крупнейшие поставщики — Grifols, один из лидеров сбора плазмы в США (до закрытия 29 центров в апреле 2026 года у нее было более 300 донорских центров в стране) и одновременно конкурент ADMA, — с обязательством поставлять не менее 35 тыс. литров в год до сентября 2039 года, и KEDPlasma (сеть центров сбора плазмы Kedrion) — не менее 35 тыс. литров в год до июля 2031 года. В совокупности с другими поставщиками это дает доступ примерно к 280 центрам сбора в США. Переход к модели с меньшими капитальными затратами снижает постоянные расходы, а избыток плазмы на рынке, по словам CEO, опустил спотовые цены на сырье до минимумов за длительный период.

# ФИНАНСОВЫЙ ПРОФИЛЬ

| **Отчет о прибылях и убытках** | **2024** | **2025** | **3 кв. 2025** | **3 кв. 2026** | **3 кв. 26/25** |
|---|---|---|---|---|---|
| Выручка | 426 | 510 | 134 | 141 | 5,1% |
| Себестоимость | -207 | -217 | -59 | -41 | -29,7% |
| Операционные расходы | -81 | -101 | -25 | -32 | 30,7% |
| **Операционная прибыль** | 139 | 191 | 51 | 68 | 32,8% |
| Неоперационные расходы | -13 | -9 | -3 | -2 | -38,4% |
| Нерегулярные убытки (прибыли)расходы | -1 | 2 | -2 | 0 | -92,7% |
| Расходы по налогу на прибыль | 72 | -36 | -11 | -16 | 41,8% |
| **Чистая прибыль** | 198 | 147 | 36 | 50 | 36,9% |
| Прибыль на акцию, базовая | 0,85 | 0,62 | 0,15 | 0,22 | 46,7% |

| **Балансовый отчет** | **2024** | **2025** | **3 кв. 2025** | **3 кв. 2026** | **3 кв. 26/25** |
|---|---|---|---|---|---|
| Денежные средства | 103 | 88 | 61 | 125 | 102,9% |
| Дебиторская задолженность | 50 | 158 | 138 | 169 | 22,9% |
| Запасы | 170 | 206 | 197 | 266 | 35,3% |
| Прочие оборотные активы | 8 | 14 | 7 | 16 | 130,4% |
| Основные средства | 63 | 72 | 79 | 73 | -7,8% |
| Прочие активы | 94 | 86 | 87 | 84 | -3,7% |
| **Активы** | **489** | **624** | **569** | **732** | **28,8%** |
| Кредиторская задолженность и начисления | 54 | 63 | 53 | 90 | 70,1% |
| Краткосрочный долг | 1 | 4 | 1 | 5 | 315,9% |
| Прочие краткосрочные обязательства | 0 | 3 | 2 | 0 | - |
| Долг | 81 | 76 | 79 | 197 | 148,4% |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Прочие долгосрочные обязательства | 3 | 1 | 2 | 1 | -15,2% |
| **Обязательства** | **140** | **147** | **138** | **294** | **113,8%** |
| **Капитал** | **349** | **477** | **431** | **439** | **1,7%** |

| **Отчет о движении ден. ср** | **2024** | **2025** | **3 кв. 2025** | **3 кв. 2026** | **3 кв. 26/25** |
|---|---|---|---|---|---|
| Операционный денежный поток | 118,7 | 50,4 | 13,3 | 17,4 | 30,7% |
| Инвестиционный денежный поток | -8,6 | -21,9 | -14,4 | -2,1 | -85,6% |
| в т.ч. капитальные затраты | -8,2 | -22,6 | -14,4 | -2,0 | -86,1% |
| Финансовый денежный поток | -58,3 | -44,0 | -27,8 | -26,8 | -3,8% |
| Свободный денежный поток | 110,4 | 27,8 | -1,1 | 15,4 | - |

| **Маржинальность** | **2024** | **2025** | **3 кв. 2025** | **3 кв. 2026** |
|---|---|---|---|---|
| Валовая маржинальность | 51% | 57% | 56% | 71% |
| Опер. маржинальность | 33% | 38% | 38% | 48% |
| Чистая маржинальность | 46% | 29% | 27% | 35% |
| EBITDA маржинальность | 35% | 40% | 47% | 49% |
| Марж. свободного ден. потока | 26% | 5% | -1% | 41% |

**Пояснение к отчетности**

В 3 кв. 2026 года выручка ADMA выросла на 5% г/г и на 13% к предыдущему кварталу до $141,1 млн. Главным драйвером остался ASCENIV: его продажи увеличились на 31% г/г до рекордных $124,7 млн, или 88% выручки, а рост к предыдущему кварталу ускорился до 21% после 6% во 2 кв. Выручка BIVIGAM снизилась на 35% г/г и на 21% к предыдущему кварталу до $15,4 млн, а продажи промежуточных и прочих продуктов — до $0,9 млн против $15,0 млн годом ранее. Совокупная выручка двух иммуноглобулинов, по нашим расчетам, выросла на 18% г/г, поэтому скромный рост общей выручки объясняется прежде всего высокой базой 3 кв. 2025 года по промежуточным продуктам, а не слабостью спроса.

Валовая маржа достигла 71% против 69% во 2 кв. и 56% годом ранее за счет смены структуры продаж в пользу ASCENIV и технологии увеличения выхода продукции. Расходы на НИОКР составили $4,5 млн против $1,5 млн годом ранее и $6,0 млн во 2 кв. (компания закупила меньше плазмы для SG-001), коммерческие и административные расходы — $26,6 млн (+22% г/г, на уровне 2 кв.), в том числе из-за юридических расходов по судебным искам. Операционная прибыль выросла на 33% до $67,8 млн (маржа 48%), скорректированная EBITDA — на 32% до $77,3 млн (маржа 55% против 44% годом ранее). Эффективная налоговая ставка составила 24,0% против 23,3%. Чистая прибыль по GAAP увеличилась на 37% до $49,9 млн, базовая прибыль на акцию — на 47% до $0,22: средневзвешенное число акций сократилось на 6% г/г благодаря обратному выкупу. За 9М 2026 года выручка выросла на 2% до $380,0 млн (ASCENIV

+27% до $325,1 млн, BIVIGAM −47% до $50,2 млн), скорректированная EBITDA — на 26% до $198,8 млн, чистая прибыль — на 36% до $133,0 млн.

Компания подтвердила прогноз выручки на 2026 год, но оставила только нижнюю границу — не менее $530 млн (ранее $530–560 млн), и повысила минимальные ориентиры по прибыли: скорректированная EBITDA — не менее $275 млн (ранее $265–300 млн), скорректированная чистая прибыль — не менее $180 млн (ранее $170–200 млн). Для выполнения прогноза выручка в 4 кв. 2026 года должна составить не менее $150,0 млн (+6% к 3 кв. и +8% г/г), скорректированная EBITDA — не менее $76,2 млн, скорректированная чистая прибыль — не менее $49,3 млн. Рост выручки ASCENIV по итогам года CEO теперь оценивает примерно в 25% или немного больше (в августе — около 30%). При росте на 25% выручка препарата в 4 кв. составит около $128 млн, и для выполнения прогноза на BIVIGAM и прочие продукты должно прийтись около $22 млн против $16,4 млн в 3 кв. Поэтому нижняя граница прогноза выручки достижима при росте ASCENIV за год примерно на 27% или при восстановлении продаж BIVIGAM; по словам менеджмента, потребление BIVIGAM к началу 4 кв. стабилизировалось, а средние цены продажи обоих препаратов остаются стабильными. Ориентиры по прибыли выглядят реалистично: при выручке $150 млн, валовой марже на уровне 3 кв. и росте расходов на НИОКР примерно до $10 млн (оценка CFO) скорректированная EBITDA, по нашим расчетам, составит около $78 млн.

Операционный денежный поток за 9М 2026 года составил $105,2 млн против $14,8 млн годом ранее, однако в 3 кв., по нашим расчетам, лишь около $17 млн при чистой прибыли $49,9 млн: рост продаж снова потребовал вложений в оборотный капитал[15]. Дебиторская задолженность увеличилась до $169,2 млн против $138,2 млн на конец 2 кв., а DSO[16] — до 110 дней против 101 дня, выше целевого диапазона 90–105 дней. CFO объясняет рост сроками заказов дистрибьюторов, подчеркивает отсутствие безнадежных долгов и рассчитывает вернуть показатель в целевой диапазон, но признает, что эффект от роста продаж через McKesson, который платит быстрее других дистрибьюторов, проявится позже, чем ожидалось, и в 2026 году на DSO существенно не повлияет. На BioCare и CuraScript приходится 84% дебиторской задолженности, на трех крупнейших клиентов — 86% выручки 3 кв. Запасы выросли до $266,1 млн против $239,3 млн на конец 2 кв. и $206,5 млн на конец 2025 года; по нашим расчетам, это около 19 месяцев себестоимости продаж по уровню 3 кв. при производственном цикле 7–12 месяцев. Менеджмент связывает наращивание запасов с подготовкой к росту продаж ASCENIV, однако при замедлении спроса их объем создает риск уценки.

Дивиденды компания не выплачивает; капитал акционерам возвращается через обратный выкуп. В 3 кв. ADMA выкупила 2,7 млн акций на $25,1 млн по средней цене

[15] **Оборотный капитал** — средства, вложенные в текущую деятельность: запасы и дебиторская задолженность за вычетом задолженности перед поставщиками. Его рост поглощает денежный поток, снижение — высвобождает.
[16] **DSO (days sales outstanding)** — средний срок погашения дебиторской задолженности в днях. ADMA рассчитывает его как дебиторскую задолженность на отчетную дату, деленную на выручку в день за квартал.

$9,22 (в июле и августе; в сентябре покупок не было), а за 9М 2026 года — 16,5 млн акций (6,9% акций в обращении на конец 2025 года) на $181,4 млн, включая ускоренный выкуп (ASR[17]) на $125 млн. Цель выкупить в 2026 году акции не менее чем на $200 млн подтверждена, т.е. в 4 кв. осталось выкупить акций не менее чем на $18,6 млн; неиспользованный остаток программы на $500 млн составляет $287,8 млн. Денежные средства снизились до $124,6 млн против $136,0 млн на конец 2 кв., долг (основная сумма) — $197,2 млн, в том числе $125 млн по возобновляемой кредитной линии[18] со сроком погашения в августе 2028 года; еще $100 млн лимита доступно, средняя ставка — около 6,2%. Чистый долг составляет около $73 млн, или 0,27x скорректированной EBITDA за последние 12 месяцев (по нашим расчетам; по оценке компании — менее 0,5x). Собственный капитал вырос до $438,5 млн против $408,2 млн на конец 2 кв. за счет прибыли, но остается ниже $477,3 млн на конец 2025 года из-за выкупа.

В целом отчет снял главный вопрос после снижения прогноза в мае — сохраняет ли ASCENIV темпы роста на фоне ценовой войны в стандартных иммуноглобулинах. Ключевыми точками контроля остаются выполнение прогноза в 4 кв., динамика DSO и запасов, а также ход судебных разбирательств.

# ОЦЕНКА КОМПАНИИ

| Тикер | Капит., млрд$ | P/E | Forw. P/E | PEG | EV/EBITDA | P/B | P/S | ROE | ROA | Див. Дох-ть |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| ADMA | 2,8 | 16,9 | 14,3 | - | 21,3 | 6,5 | 5,7 | 41,9% | 28,0% | 0,0% |
| GRFSM | 6,8 | 16,5 | 10,4 | 0,4 | 10,2 | 1,3 | 1,0 | 8,9% | 2,4% | 1,3% |
| TAK | 67,2 | 270,8 | 13,2 | 0,2 | 15,0 | 1,4 | 2,3 | 0,6% | 0,3% | 3,0% |
| CSL | 67,6 | - | 22,2 | 2,6 | 10,5 | 4,1 | 4,2 | -15,8% | -7,3% | 2,1% |
| ARGX | 58,3 | 35,3 | 24,0 | 1,1 | 34,6 | 6,8 | 11,2 | 23,6% | 19,9% | 0,0% |

Текущая цена: $12,73

Целевая цена: $15,28

Потенциал (6 месяцев) **+20,0%**

[17] **ASR (accelerated share repurchase)** — ускоренный выкуп акций: компания заранее перечисляет банку всю сумму и сразу получает основную часть акций, а окончательное их число определяется по средневзвешенной цене за период действия соглашения.

[18] **Возобновляемая кредитная линия** — кредитный лимит, в пределах которого компания может многократно занимать и погашать средства. Чистый долг — долг за вычетом денежных средств.

**Сравнительная оценка и катализаторы**

По маржинальности ADMA заметно опережает крупнейших конкурентов: в 3 кв. 2026 года валовая маржа Grifols составила 39,6%, скорректированная EBITDA — 26,4% выручки против 71% и 55% у ADMA. Разрыв объясняется структурой продаж: специализированный ASCENIV дает 88% выручки ADMA, тогда как Grifols, CSL и Takeda продают в основном стандартные иммуноглобулины и другие препараты из плазмы; Grifols к тому же, по словам менеджмента, сознательно сдерживает рост объемов иммуноглобулинов ради маржи. Расходы ADMA на НИОКР невелики — 3,4% выручки за 9М 2026 года — и в основном связаны с SG-001. Дисконт, на наш взгляд, отражает зависимость от одного препарата и одного завода, судебные риски и неопределенность с темпами роста после 2026 года.

**Календарь катализаторов:**

• 12–16 ноября 2026 года — данные о применении ASCENIV у 127 пациентов на конференции ACAAI;

• ближайшие месяцы — коллективный иск Mazzarino v. ADMA Biologics: подача уточненного иска и ходатайства ответчиков об отклонении по графику, который согласуют стороны;

• конец февраля 2027 года — отчет за 4 кв. 2026 года и, вероятно, ориентиры на 2027 год: выполнение прогноза, DSO и запасы (дата не объявлена; отчет за 2025 год вышел 25 февраля 2026 года);

• февраль 2027 года — по обычному графику полугодовой отчет CSL и годовой отчет Grifols с комментариями о ценах и запасах иммуноглобулинов в США;

• 2027 год — подача IND по SG-001 и раскрытие дизайна, сроков и стоимости регистрационного исследования.

Для переоценки акций, на наш взгляд, необходимы: возвращение DSO в целевой диапазон 90–105 дней два квартала подряд при росте операционного денежного потока, ориентир выручки на 2027 год не ниже $600 млн, отсутствие негативных решений по коллективному иску и проверке SEC, а также сохранение стабильной цены ASCENIV на фоне ценового давления в стандартном сегменте.




## Технический анализ

За 52 недели акции ADMA снизились с $20,5 до $7,2. Основное падение пришлось на март, после отчета Culper Research: с $16 до уровня ниже $8. Повторный удар последовал в мае, когда компания снизила годовой прогноз в отчете за 1 кв. 2026 года. С июня котировки восстанавливаются с повышающимися минимумами. После отчета за 3 кв. 2026 года акция 5 ноября выросла на 26,0% до $13,21, а 6 ноября скорректировалась на 3,6% до $12,73.

Цена находится выше всех четырех скользящих средних, включая EMA 200 ($11,18). Сама EMA 200 развернулась вверх, а EMA 20 поднялась выше нее впервые с февраля. Это первый сигнал смены долгосрочного тренда. Для подтверждения потребуется пересечение EMA 50 ($10,49) выше EMA 200. RSI (14) после выхода выше 70 снизился до 65,8: импульс сохраняется, перекупленность частично снята.

Ближайшее сопротивление — $13,6–13,8 (уровень до отчета Culper и максимум 5 ноября), далее $16,4. Ближайшая поддержка — $11,2–11,9 (EMA 20, EMA 200 и верхняя граница незакрытого ценового разрыва), далее $10,3–10,5 (EMA 50 и EMA 100). Ключевая поддержка — $7,2. Для возврата к мартовским уровням рынку, вероятно, потребуются выполнение прогноза в 4 кв., снижение DSO и отсутствие негативных новостей по судебным искам и возможной проверке SEC.

## Отраслевой прогноз

Рынок иммуноглобулинов в США — крупнейший сегмент препаратов из плазмы крови: по данным Marketing Research Bureau (MRB), продажи стандартных и гипериммунных

иммуноглобулинов в 2024 году составили около $13 млрд и, по прогнозу, превысят $30 млрд к 2033 году (около 10% в год против 11% в 2015–2024 годах). Спрос формируют ПИД, вторичные иммунодефициты[19] у онкологических пациентов и после трансплантации (самый быстрорастущий сегмент) и аутоиммунные неврологические заболевания, прежде всего ХВДП[20]. Рынок высоко концентрирован (2024 г.): на Takeda приходится 31%, CSL — 25%, Grifols — 22%, Octapharma — 14%, BPL/Kedrion — 5%, ADMA — 3%. По данным компании, в США работают четыре производителя препаратов из плазмы: CSL Behring, Grifols, Takeda и ADMA.

Долгое время отрасль работала в условиях дефицита: после пандемии сбор плазмы в Северной Америке сократился примерно на 20%, и спрос на иммуноглобулины опережал возможности производителей. С 2023 года фракционаторы — компании, перерабатывающие плазму в готовые препараты, — резко нарастили сбор плазмы, чтобы восстановить запасы; кроме того, новые аппараты для плазмафереза увеличили объем плазмы, получаемой с одной донации. В результате к концу 2025 года рынок впервые за многие годы перешел к равновесию, а затем к избытку предложения. По словам CEO ADMA со ссылкой на данные PPTA[21], в декабре 2025 года отрасль отгрузила дистрибьюторам около 16 млн граммов иммуноглобулинов против среднемесячных 12 млн, что сформировало избыточные запасы в канале сбыта. Одновременно в США вышли новые препараты внутривенного иммуноглобулина с агрессивными ценами: по данным Mizuho, ALYGLO южнокорейской GC Biopharma продается со скидкой около 20% к конкурентам, а у части новых препаратов короткий срок годности, что вынуждает дистрибьюторов распродавать их со скидками. Так на рынке стандартных иммуноглобулинов началась ценовая война.

Дополнительное давление создают ингибиторы FcRn[22] — новый класс препаратов для аутоиммунных заболеваний, при которых собственные антитела пациента атакуют его организм. Их влияние на ADMA косвенное. Крупные производители продают иммуноглобулин не только для лечения ПИД, но и для неврологических аутоиммунных заболеваний — генерализованной миастении[23] и ХВДП, где его применяют в высоких дозах. Когда врачи переводят таких пациентов на ингибиторы FcRn (VYVGART Hytrulo компании argenx одобрен FDA для лечения ХВДП в июне 2024 года; по данным Mizuho,

[19] **Вторичный иммунодефицит** — ослабление иммунитета, вызванное не врожденными, а внешними причинами: химиотерапией, приемом иммуносупрессантов после трансплантации органов, онкологическими заболеваниями крови и др.

[20] **ХВДП (хроническая воспалительная демиелинизирующая полинейропатия)** — аутоиммунное заболевание периферических нервов; одно из основных показаний, при которых применяют высокие дозы внутривенного иммуноглобулина.

[21] **PPTA (Plasma Protein Therapeutics Association)** — отраслевая ассоциация производителей препаратов из плазмы, публикующая данные об отгрузках иммуноглобулинов на рынок США.

[22] **Ингибиторы FcRn (неонатального Fc-рецептора)** — класс препаратов для аутоиммунных заболеваний. Рецептор FcRn продлевает жизнь антител IgG в организме; его блокада ускоряет выведение IgG, включая аутоантитела, которые атакуют собственные ткани. Первый препарат класса, VYVGART компании argenx, одобрен FDA в 2021 году для лечения генерализованной миастении.

[23] **Генерализованная миастения** — аутоиммунное заболевание, при котором антитела нарушают передачу сигнала от нервов к мышцам, что вызывает мышечную слабость; при обострениях применяют внутривенный иммуноглобулин.

препараты этого класса забирают долю у иммуноглобулинов), спрос на иммуноглобулин в этих показаниях снижается. Плазма к этому моменту уже собрана, а производственный цикл занимает 7–12 месяцев, поэтому высвободившиеся объемы производители направляют в другие сегменты, в том числе в лечение ПИД, где конкурирует BIVIGAM. По оценке ADMA в отчете 10-Q[24], выход этих препаратов вместе с новыми IVIG привел к росту запасов плазмы и готовой продукции в канале сбыта, поэтому компания и называет их в числе конкурентов, хотя ее продукты одобрены только для ПИД. Рекомбинантный фактор VIII для лечения гемофилии А упоминается в 10-K как общеотраслевой пример: факторы свертывания ADMA не производит.

По оценке CEO ADMA со ссылкой на отраслевых экспертов, после десятилетия роста на 10–13% в год рынок иммуноглобулинов в ближайшее время будет расти лишь на 2–4% в год. Это существенно ниже прогноза MRB (около 10% в год), на который компания ссылалась в январе 2026 года, и отражает не снижение потребности пациентов в иммуноглобулине, а переход рынка от дефицита к избытку: производители нарастили сбор плазмы, а часть спроса забирают ингибиторы FcRn. Сам CEO считает замедление временным; в ноябре 2026 года он уточнил, что рынок США продолжит расти, но медленнее, чем исторически, — на низкие или средние однозначные проценты в год. Мировой рынок, по словам CEO, по-прежнему испытывает дефицит, а CSL и Grifols, по данным Mizuho, оценивают рост мирового спроса на иммуноглобулины в средние или высокие однозначные проценты. Отрасль уже сокращает предложение: в апреле 2026 года Grifols закрыла 29 центров сбора плазмы в США, другие производители также закрывают центры, а дешевые партии с коротким сроком годности, по данным Mizuho, должны быть распроданы до конца 2026 года. По словам CEO в ноябре 2026 года, давление таких партий ослабевает, но еще сохраняется.

Для ADMA это означает, что BIVIGAM останется под давлением как минимум до конца года: в 3 кв. 2026 года его выручка снизилась на 35% г/г, тогда как продажи ASCENIV выросли на 31%. ASCENIV защищен значительно лучше по двум причинам. Во-первых, его назначают пациентам, у которых стандартные иммуноглобулины не предотвращают инфекции, поэтому более дешевый стандартный препарат для них не замена, а врач выбирает препарат по клиническому результату, а не по цене. Во-вторых, для производства ASCENIV нужна плазма с высоким титром антител к PCB, которую дают менее 10% доноров, и запатентованная методика ее отбора, поэтому избыток обычной плазмы у конкурентов не позволяет им быстро выпустить аналог.

**Инвестиционные драйверы**

| | |
|---|---|
| **ASCENIV: защищенная ниша** | ASCENIV назначают пациентам с ПИД, у которых инфекции сохраняются на стандартных иммуноглобулинах, поэтому препарат конкурирует не ценой, а клиническим результатом. |

[24] **10-K и 10-Q** — годовой и квартальный отчеты, которые публичные компании США подают в SEC (Комиссию по ценным бумагам и биржам США).

| | |
|---|---|
| | Даже в 1П 2026 года, на пике ценовой войны, его выручка выросла на 26% г/г до $200,4 млн, в 3 кв. рост ускорился до 31% г/г, а менеджмент не видит переноса скидок из стандартного сегмента и изменений в условиях возмещения. По словам CEO, в 3 кв. число назначающих врачей достигло рекордного уровня, ежемесячный рост потребления остается в диапазоне 2–4%, а пациенты в среднем остаются на терапии год и дольше, что формирует растущую базу повторного спроса; по итогам 2026 года CEO ожидает роста выручки ASCENIV примерно на 25% или немного больше. Целевая популяция в 25 тыс. пациентов охвачена, по оценке компании, лишь немногим более чем на 4%, а в мае 2026 года FDA расширило показания на детей с двух лет; по словам CEO, ряд детских клиник обсуждает включение препарата в формуляры[25] для госпитализированных детей с ослабленным иммунитетом. |
| **Доказательная база и доступ к возмещению** | Компания последовательно наращивает данные реальной клинической практики[26]. Анализ 127 медицински сложных пациентов с ПИД, большинство из которых ранее получали другие иммуноглобулины, показал статистически значимое снижение числа госпитализаций из-за инфекций, амбулаторных обращений, приема антибиотиков и кортикостероидов за 12 месяцев после перехода на ASCENIV; результаты будут представлены на конференции Американской коллегии аллергии, астмы и иммунологии (ACAAI) 12–16 ноября 2026 года. По словам менеджмента, такие данные убеждают врачей амбулаторных клиник, работающих по схеме buy-and-bill[27]. Клиника несет риск отказа в оплате: страховщик (Medicare, Medicaid или коммерческая страховая компания) может не возместить стоимость препарата, если сочтет назначение необоснованным, например если назначение не было заранее согласовано или в документах не подтверждено, что стандартные иммуноглобулины пациенту не помогают. Около 70% назначений иммуноглобулинов в США требуют такого предварительного одобрения страховщика. Опубликованные данные используются и в переговорах со страховщиками; по оценке компании, ASCENIV и BIVIGAM |

[25] **Формуляр** — перечень препаратов, которые больница или страховщик закупает или оплачивает в приоритетном порядке.
[26] **Данные реальной клинической практики (real-world evidence)** — сведения об эффективности и безопасности препарата, полученные вне клинических исследований: из медицинских карт, страховых баз данных и регистров пациентов.
[27] **Buy-and-bill** — схема, при которой клиника закупает препарат за свой счет, вводит его пациенту и только затем выставляет счет страховщику. Если страховщик откажет в оплате, убыток несет клиника.

| | |
|---|---|
| | имеют доступ к коммерческому возмещению наравне с другими брендами иммуноглобулинов. |
| **Новые каналы сбыта и вторичный иммунодефицит** | Соглашение с McKesson Specialty, подразделением McKesson по специализированным препаратам, открыло ADMA доступ к закупочным организациям, ориентированным в основном на пациентов со вторичным иммунодефицитом (онкология, трансплантология), — новому кругу клиентов, не пересекающемуся с текущими. Это самый быстрорастущий сегмент рынка иммуноглобулинов в США. ASCENIV и BIVIGAM одобрены FDA только для лечения ПИД; при вторичном иммунодефиците врачи вправе назначать их вне зарегистрированных показаний[28], но компания не может продвигать препараты для такого применения. Тем не менее ряд амбулаторных онкологических клиник уже закупает оба препарата через McKesson, а независимые исследования, которые проводят сами клиники у пациентов после трансплантации легких и в онкологии, могут дать данные для дальнейшего роста. Менеджмент относит это направление к долгосрочным возможностям. Дополнительный эффект — McKesson платит быстрее других дистрибьюторов, что должно снизить DSO и концентрацию дебиторской задолженности. Впрочем, в ноябре 2026 года менеджмент признал, что рост во вторичном иммунодефиците идет медленнее, чем ожидалось, а заметного влияния McKesson на DSO в 2026 году уже не ждет. |
| **Больше продукта из того же сырья** | В апреле 2025 года FDA одобрило новую технологию производства, которая позволяет получать из того же объема плазмы на 20% и более готового ASCENIV и BIVIGAM. По оценке компании, дополнительные продажи за счет повышенного выхода дают непропорционально высокую маржу, поскольку затраты на сырье почти не меняются. С начала 2026 года компания продает только продукцию, выпущенную по новой технологии; вместе со сменой структуры продаж в пользу ASCENIV это подняло валовую маржу с 51,5% в 2024 году и 57,4% в 2025 году до 70% в 1П 2026 года и 71% в 3 кв., несмотря на снижение выручки BIVIGAM. Рост выхода важно сочетать с качеством: образование тромбов — общий для всех препаратов IVIG риск, указанный в их инструкциях в виде отдельного предупреждения, и одной из его причин считаются |

[28] **Применение вне зарегистрированных показаний (off-label)** — назначение препарата при состоянии, не указанном в одобренной FDA инструкции. В США это законно, если подкреплено медицинскими данными, но производителю запрещено продвигать препарат для таких применений. По данным ADMA, в медицинской литературе описано не менее 150 научно обоснованных применений IVIG при 14 одобренных FDA показаниях, и около 60 из них входят в перечни, оплачиваемые Medicare и другими страховщиками.

| | |
|---|---|
| | примеси, повышающие свертываемость крови. В октябре 2026 года ADMA опубликовала в рецензируемом журнале анализ трех промышленных партий, выпущенных по оптимизированному процессу: содержание таких примесей, в том числе активированного фактора свертывания XIa, было на уровне или ниже предела измерения, а с июля 2025 года по июль 2026 года случаев образования тромбов у пациентов, получавших эти препараты, не зарегистрировано. Для ADMA публикация важна тем, что показывает врачам и страховщикам: новая технология дает больше продукта из той же плазмы без ущерба для безопасности препаратов. При этом выводы предварительные: проверены только три партии, а сведения о побочных эффектах основаны на добровольных сообщениях врачей и пациентов, которые обычно учитывают не все случаи. |
| **Обеспеченность сырьем** | Исторически рост ASCENIV ограничивала доступность плазмы с высоким титром антител к PCB. Сейчас компания закупает ее примерно у 280 центров по долгосрочным контрактам (Grifols — до 2039 года, KEDPlasma — до 2031 года, покупатель трех проданных центров) и, по собственной оценке, обеспечена сырьем до конца 2030-х годов. При этом Grifols и Kedrion, в которую входит KEDPlasma, одновременно конкурируют с ADMA на рынке стандартных иммуноглобулинов; Kedrion, в частности, продает в США иммуноглобулин Yimmugo компании Biotest из группы Grifols. Долгосрочные контракты с минимальными объемами поставок снижают этот риск, но условия их продления будут зависеть от конкурентной ситуации. В 1П 2026 года ADMA выпустила больше партий ASCENIV, чем за аналогичный период любого прошлого года. Избыток плазмы на рынке снижает стоимость сырья, а продажа части собственных центров сокращает постоянные расходы. При этом цена высокотитровой плазмы по договору с Grifols ежегодно повышается, поэтому снижение рыночных цен на обычную плазму не уменьшает автоматически стоимость контрактных закупок ADMA. |
| **SG-001: второй гипериммунный препарат** | SG-001 — разрабатываемый гипериммунный глобулин против Streptococcus pneumoniae[29], основного возбудителя внебольничной пневмонии: в США ей ежегодно заболевают около 1 млн взрослых, около 400 тыс. госпитализируются, |

[29] **Streptococcus pneumoniae (пневмококк)** — бактерия, основной возбудитель внебольничной пневмонии; также вызывает менингит, отит и заражение крови. Существует около 100 разновидностей (серотипов) пневмококка, а вакцины защищают лишь от части из них.

| | |
|---|---|
| | смертность составляет 5–7%. Препарат нацелен на пациентов с ослабленным иммунитетом, у которых вакцинация недостаточно эффективна. Проект находится на доклинической стадии: в моделях на животных SG-001 предотвращал симптомы пневмонии, а антитела проявили активность против большего числа серотипов, чем у любой доступной вакцины. В 3 кв. 2026 года компания подала в FDA пакет документов к встрече pre-IND[30] и в октябре получила конструктивные замечания по стратегии клинической разработки и ключевым элементам планируемого исследования; FDA также сочло приемлемым предложенный метод анализа продукта при условии его валидации. Теперь ADMA готовит заявку IND, а в 4 кв. 2026 года выпускает валидационные партии[31] для токсикологических исследований, используя плазму доноров, привитых пневмококковыми вакцинами Capvaxive и Prevnar. Сроки подачи IND компания не раскрывает; дизайн, сроки и стоимость регистрационного исследования ADMA планирует раскрыть в 2027 году. По словам CEO, исследование может пройти в сокращенном формате, но останется регистрационным исследованием III фазы. Если FDA согласует путь, аналогичный ASCENIV, исследование может включать около 50 пациентов на 12 месяцев и, по оценке CEO, занять около 18 месяцев. В сентябре 2025 года компания подала заявку на ваучер CNPV[32]. Пиковый потенциал SG-001 компания оценивает в $300–500 млн выручки в год, патенты действуют до 2037 года, а расходы на программу ($4,5 млн в 3 кв. и, по оценке CFO, около $10 млн в 4 кв. 2026 года) покрываются текущим денежным потоком. |
| **Обратный выкуп акций** | За 9М 2026 года компания выкупила 16,5 млн акций (6,9% акций в обращении на конец 2025 года) на $181,4 млн, в том числе 2,7 млн акций на $25,1 млн в 3 кв., и подтвердила цель выкупить в 2026 году акции не менее чем на $200 млн (в 4 кв. — не менее чем на $18,6 млн); с учетом выкупа 2025 года стоимость казначейских акций[33] на 30.09.2026 составила $213,7 млн, а |

[30] **Pre-IND** — встреча с FDA до подачи заявки на начало клинических исследований (IND, investigational new drug application), на которой согласуются дизайн исследований и требования к данным.
[31] **Валидационные партии** — партии препарата, выпускаемые в промышленных условиях, чтобы подтвердить стабильность и воспроизводимость производственного процесса перед клиническими исследованиями.
[32] **CNPV (Commissioner's National Priority Voucher)** — пилотная программа FDA, запущенная в 2025 году: препараты, отвечающие национальным приоритетам здравоохранения США, могут получить ускоренное рассмотрение. По оценке ADMA, ваучер может сократить срок рассмотрения SG-001 на два квартала и более.
[33] **Казначейские акции** — выкупленные компанией собственные акции; они не участвуют в голосовании и не учитываются при расчете прибыли на акцию.

| | |
|---|---|
| | неиспользованный остаток программы на $500 млн — $287,8 млн. Средневзвешенное базовое число акций в 3 кв. 2026 года сократилось до 223,7 млн против 238,6 млн годом ранее (−6,2%), поэтому прибыль на акцию растет быстрее чистой прибыли. При текущей оценке выкуп повышает долю оставшихся акционеров в будущем денежном потоке. |
| **Стабилизация BIVIGAM** | Во 2 кв. 2026 года выручка BIVIGAM выросла на 26% к предыдущему кварталу, а потребление, по данным компании, вернулось к нижней границе нормального уровня уже в апреле. В 3 кв. выручка снова снизилась (−21% к предыдущему кварталу), но, по словам CEO, потребление заметно восстановилось к концу квартала. Компания рассчитывает, что опубликованные данные о безопасности (см. «Больше продукта из того же сырья») позволят BIVIGAM конкурировать с новыми препаратами на равных; CEO рассчитывает на восстановление продаж препарата в 2027 году. Сокращение сбора плазмы крупнейшими производителями и распродажа партий с коротким сроком годности создают условия для стабилизации рынка, которую менеджмент пока не закладывает в прогноз: восстановление BIVIGAM в 2027 году станет дополнительным источником роста. |
| **Интеллектуальная собственность** | ASCENIV защищают патенты США на пул плазмы с повышенным уровнем антител к PCB и другим возбудителям инфекций дыхательных путей, а также на способы его получения и применения. Помимо патентов, компания опирается на коммерческую тайну: закрытые критерии отбора доноров, рецептуру пулов плазмы, собственные методики и реагенты для измерения нейтрализующих антител. По оценке компании, это обеспечивает коммерческую устойчивость ASCENIV как минимум до 2035 года; патенты по SG-001 действуют до 2037 года. Защиту дополняет 12-летняя эксклюзивность биологического препарата по закону BPCIA[34], которая для ASCENIV, зарегистрированного в апреле 2019 года, может действовать до 2031 года, если регистрация признается первой для этого препарата в понимании закона. Однако на практике новые иммуноглобулины из плазмы регистрируются по полной процедуре BLA[35], а не как |

[34] **BPCIA (Biologics Price Competition and Innovation Act)** — закон США 2010 года, который ввел сокращенную процедуру регистрации биоаналогов и запретил одобрять биоаналог ранее чем через 12 лет после регистрации оригинального биологического препарата.

[35] **BLA (Biologics License Application)** — заявка на регистрацию биологического препарата в FDA с полным пакетом доклинических и клинических данных. Биоаналоги регистрируются по сокращенной процедуре и должны доказать высокое сходство с уже одобренным препаратом.

| | |
|---|---|
| | биоаналоги, поэтому эксклюзивность не мешает конкуренту вывести собственный высокотитровый препарат; главная защита ASCENIV — запатентованный отбор доноров и доступ к такой плазме. |

**Ключевые риски**

| | |
|---|---|
| **Обвинения шорт-селлера и коллективный иск** | 24 марта 2026 года шорт-селлер Culper Research обвинил ADMA в искусственном наращивании продаж через дистрибьюторов с помощью скидок и отсрочек платежа, сокрытии сделки со связанной стороной и завышении роста выручки: по оценке Culper, реальный рост продаж в 2025 году составил −3% против отчетных +20%. Компания назвала обвинения необоснованными, указала на аудиторские заключения без оговорок за 2024 и 2025 годы и заявила, что структуры семьи Гроссман не распространяли и не владели ее продукцией. 26 марта Cantor Fitzgerald понизил рекомендацию по акциям с Overweight до Neutral, сославшись на недостаточно предметный ответ компании на обвинения и рост дебиторской задолженности. 6 мая 2026 года ADMA сообщила, что комитет по аудиту совета директоров с привлечением независимых судебных бухгалтеров и внешних юристов завершил внутреннюю проверку и не нашел признаков ненадлежащего наращивания продаж через дистрибьюторов, нераскрытых сделок со связанными сторонами и незаконной деятельности; отчетность за 2025 год не корректировалась. После падения акций 10 июля 2026 года против ADMA, CEO Адама Гроссмана, вице-председателя совета директоров Джеррольда Гроссмана и бывшего финансового директора Брэда Тейда подан коллективный иск[36]. Он опирается на обвинения Culper: истцы утверждают, что в период с 9 августа 2024 года по 25 марта 2026 года компания вводила инвесторов в заблуждение, и требуют компенсировать убытки покупателям акций за этот период. Сумма требований не определена, и компания не может оценить возможный убыток, поэтому резерв не создан. 16 октября 2026 года суд назначил ведущим истцом фонды Seafarers Health and Benefits Plan и Seafarers Vacation Plan и объединил аналогичные иски в одно дело; стороны готовят график подачи уточненного иска и |

[36] **Коллективный иск о нарушении законодательства о ценных бумагах** — иск, который один или несколько инвесторов подают от имени всех покупателей акций за определенный период. Истцы утверждают, что компания вводила рынок в заблуждение, и требуют компенсировать убытки тем, кто купил акции по завышенной, по их мнению, цене. В США такие иски часто следуют за резким падением котировок.

| | |
|---|---|
| | ходатайства ответчиков об отклонении. Кроме того, в августе–сентябре акционеры подали три производных иска[37] с теми же доводами против действующих и бывших руководителей и членов совета директоров; 21 сентября суд объединил их в одно дело, и компания намерена добиваться его приостановки до разрешения коллективного иска. Еще три акционера потребовали доступа к документам компании, что может привести к новым искам. |
| **Возможная проверка SEC** | Независимая исследовательская компания Disclosure Insight регулярно запрашивает у SEC документы о публичных компаниях на основании закона о свободе информации (FOIA[38]). По ее данным, 16 июля 2026 года SEC отказала Disclosure Insight в выдаче документов по ADMA, сославшись на то, что их раскрытие может помешать правоприменительной деятельности. Это косвенный признак возможной проверки: по статистике Disclosure Insight, около 80% таких сигналов впоследствии подтверждаются, однако SEC подчеркивает, что такой отказ не означает выявленных нарушений. Компания о расследовании SEC не сообщала, в том числе в отчете 10-Q за 3 кв. 2026 года. Его подтверждение на фоне обвинений Culper и коллективного иска может усилить давление на акции. |
| **Дебиторская задолженность и концентрация дистрибьюторов** | В 2025 году дебиторская задолженность выросла втрое до $158,4 млн при росте выручки на 20%, а DSO, по нашим расчетам по методике компании, увеличилась примерно с 39 дней на конец 2024 года до 105 дней на конец 2025 года (107 дней на конец 1 кв. 2026 года, 101 день на конец 2 кв. и 110 дней на конец 3 кв. — выше целевого диапазона компании 90–105 дней). Mizuho связывает это с удлинением расчетов дистрибьюторов на фоне ценовой войны и рибейтов Medicare по закону о снижении инфляции (IRA); менеджмент также сообщил об уступках дистрибьюторам в 1П 2026 года, которые планирует сократить. Две компании — BioCare и CuraScript — формируют 84% дебиторской задолженности, а три крупнейших клиента — 86% выручки 3 кв. 2026 года. Вся задолженность на конец 2025 года и за 1 кв. 2026 года |

[37] **Производный иск акционеров (derivative suit)** — иск, который акционер подает от имени и в интересах компании против ее директоров и руководителей, обвиняя их в нарушении обязанностей перед компанией. В случае успеха возмещение получает сама компания, а не отдельные акционеры. Такому иску часто предшествует требование об ознакомлении с документами компании, которое акционеры компаний штата Делавэр вправе направить по статье 220 корпоративного закона штата.

[38] **FOIA (Freedom of Information Act)** — закон США о свободе информации, по которому любое лицо может запросить документы федеральных ведомств. Ведомство вправе отказать, если раскрытие может помешать текущему расследованию.

| | |
|---|---|
| | погашена, однако концентрация делает денежный поток зависимым от платежной дисциплины нескольких посредников, а запасы ($266,1 млн, или 36% активов) создают риск уценки при замедлении спроса. |
| **Ценовая война в стандартных иммуноглобулинах** | Избыток плазмы и готовой продукции, выход новых препаратов со скидками и переход части пациентов на ингибиторы FcRn (механизм описан в разделе «Отраслевой прогноз») уже сократили выручку BIVIGAM вдвое. Прогноз компании предполагает сохранение давления до конца 2026 года, но сроки нормализации менеджмент оценить не может; если избыток предложения окажется структурным, BIVIGAM дольше останется на сниженном уровне. Главный риск — перенос скидок на ASCENIV: пока менеджмент этого не наблюдает (в 3 кв. 2026 года средняя цена ASCENIV, по его словам, оставалась стабильной), но цена препарата держится на готовности страховщиков оплачивать премию к стандартным иммуноглобулинам. |
| **Размер целевой популяции ASCENIV** | Целевая группа ASCENIV — около 25 тыс. пациентов с ПИД, которым не помогают стандартные иммуноглобулины, — определяется не биомаркером, а клиническим решением врача и предварительным одобрением страховщика. По нашей грубой оценке (число пациентов компания не раскрывает, а охват — оценка на январь 2026 года), при охвате немногим более 4% (1,0–1,25 тыс. пациентов) и выручке ASCENIV около $450 млн в 2026 году выручка на одного пациента составляет порядка $360–450 тыс. в год. Чем дешевле стандартные иммуноглобулины, тем сильнее у страховщиков стимул ужесточать условия: например, требовать больше неудачных попыток лечения стандартными препаратами перед назначением ASCENIV. Такие требования уже появляются: с 1 апреля 2026 года Medicaid штата Колорадо оплачивает ASCENIV только после неудачи лечения двумя другими иммуноглобулинами. В этом случае целевая популяция может сократиться даже без появления прямого конкурента; на наш взгляд, это главный долгосрочный риск для оценки компании. |
| **Зависимость от ASCENIV и одного завода** | ASCENIV обеспечил 88% выручки 3 кв. 2026 года и практически весь рост прибыли, поэтому проблемы с качеством партий, отзыв, ухудшение условий возмещения или появление сопоставимого конкурента напрямую отразятся на результатах. Пример операционного риска — добровольный отзыв трех партий BIVIGAM в 2025 году из-за повышенной частоты аллергических реакций (по той же причине партии своих |

| | |
|---|---|
| | препаратов отозвали Grifols и Octapharma); компенсации клиникам снизили выручку на $4,0 млн. Вся продукция выпускается на одном заводе в Бока-Ратоне при цикле производства 7–12 месяцев, поэтому возможности быстро компенсировать сбой ограничены. |
| **Снижение прогноза и риск исполнения** | В мае 2026 года компания снизила прогноз выручки на 2026 год с более чем $635 млн до $530–560 млн и отозвала долгосрочные ориентиры (более $1,1 млрд выручки и $700 млн скорректированной EBITDA в 2029 году), сославшись на отсутствие видимости в конкурентной среде. Новых долгосрочных ориентиров компания пока не представила. В ноябре компания сохранила только нижнюю границу прогноза выручки (не менее $530 млн): для ее выполнения выручка в 4 кв. 2026 года должна составить не менее $150,0 млн против $141,1 млн в 3 кв. Его невыполнение после уже состоявшегося снижения ударит по доверию к менеджменту, которое и так ослаблено отчетом Culper. |
| **Возмещение и регулирование цен** | Препараты ADMA оплачивают коммерческие страховщики и государственные программы Medicare и Medicaid, при этом около 70% назначений иммуноглобулинов в США требуют предварительного одобрения страховщика. Закон о снижении инфляции (IRA) обязывает производителей выплачивать Medicare рибейты, если цены растут быстрее инфляции, что ограничивает возможности индексации. При этом препараты из плазмы исключены из программы переговоров о ценах Medicare, введенной тем же законом: в отличие от других биологических препаратов, цену на которые государство может установить примерно через 13 лет после регистрации, на ASCENIV и BIVIGAM этот механизм не распространяется. Исключение действует и для препаратов конкурентов, поэтому оно снимает отраслевой риск, но не дает ADMA преимущества перед ними. Ужесточение требований страховщиков может замедлить рост ASCENIV, цена которого предполагает премию к стандартным препаратам. |
| **Долговое финансирование выкупа** | Выкуп частично финансируется долгом: под ASR компания привлекла $125 млн по кредитной линии, и долг вырос до $197 млн, а процентные расходы в 3 кв. 2026 года выросли вдвое г/г до $3,4 млн. При текущем денежном потоке нагрузка умеренная, но при новом росте дебиторской задолженности приоритет выкупа может вступить в противоречие с финансовой гибкостью. |

| | |
|---|---|
| **Риски разработки SG-001** | SG-001, препарат для профилактики и лечения пневмококковой инфекции, еще не проходил клинических исследований; сроки, дизайн и стоимость регистрационного исследования не раскрыты, а оценка пикового потенциала в $300–500 млн основана на расчетах компании. Конструктивные замечания FDA на этапе pre-IND снижают регуляторную неопределенность, но, как отмечает сам CEO, регулятор вправе изменить позицию. Расходы на НИОКР выросли с $3,4 млн за 9М 2025 года до $13,1 млн за 9М 2026 года и, по оценке CFO, составят около $10 млн в 4 кв. 2026 года при выпуске валидационных партий. |
| **Корпоративное управление** | Ключевые посты занимают основатели: Адам Гроссман — президент, CEO и член совета директоров, Джеррольд Гроссман — вице-председатель совета; председатель совета — Стивен Элмс. Оба Гроссмана названы ответчиками по коллективному иску. Раскрытые сделки со связанными сторонами незначительны: аренда офиса у контролируемой ими компании Areth ($10 тыс. в месяц) и закупка оборудования у GenesisBPS, принадлежавшей им до 30.09.2025 (около $34 тыс. в 1П 2025 года), однако именно связанные стороны стали одним из пунктов обвинений Culper. В феврале 2026 года, за месяц до отчета шорт-селлера, о выходе на пенсию объявил финансовый директор Брэд Тейд; его сменил Терри Колер. Покупка Джеррольдом Гроссманом акций на $100 тыс. в мае 2026 года — позитивный, но символический сигнал. |

*Предупреждение о рисках при инвестировании в акции:*

*Инвестиции в акции связаны с риском возникновения убытков вследствие изменения рыночной стоимости ценных бумаг, финансового состояния эмитента и иных факторов. Доходность по акциям не гарантируется. Прошлые результаты инвестирования не определяют доходность в будущем.*

*Настоящая информация носит исключительно информационный характер и не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Инвестирование в финансовые инструменты связано с определенными рисками*

*АО «Halyk Finance», дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны АО «Halyk Finance» купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.*

*Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».*

*© 2026 г., все права защищены*