

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР ПАО «ММЦБ»

О компании

Гемабанк (ПАО «ММЦБ») — банк персонального хранения стволовых клеток пуповинной крови и ткани пупочного канатика, который основан в 2003 году. Хранение осуществляется в основном **в целях биологического страхования жизни**. Клетки пуповинной крови используют для лечения множества тяжелых заболеваний: болезней крови, иммунной системы, в том числе онкогематологических, и ряда наследственных заболеваний, а также ДЦП, аутизма и некоторых других болезней. Также Гемабанк занимается внедрением и разработкой препаратов и услуг для лечения заболеваний крови и иммунной системы. По оценкам самой компании, Гемабанк занимает более 40% российского рынка хранения образцов.

В 2018 году была проведена реорганизация ООО «ММЦБ» в акционерное общество, а в 2019 году компания приобрела публичный статус путём размещения 15% акций дополнительного выпуска на Московской Бирже в результате IPO (тикер: GEMA). С 30.08.2019 акции компании входят в перечень ценных бумаг высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики.

Подробнее о деятельности

На конец 3 квартала 2024 года в Гемабанке хранится 42 502 образца гемопоэтических стволовых клеток пуповинной крови, за всё время всего 62 образца были переданы для трансплантации (востребованность около **0,15%**, что намного больше, чем в банках США и Европы). Всего в мире около 200 банков хранения стволовых клеток и около 10 миллионов образцов пуповинной крови на хранении. **В РФ таких банков всего 11**, а общее количество образцов около 100 тысяч.

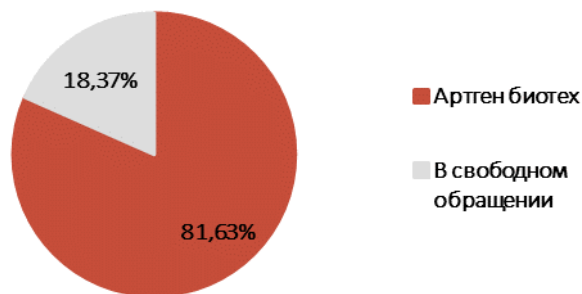
Пуповинная кровь остается в пуповине и плаценте после рождения ребенка, её обычно утилизируют после родов, но она может пригодиться для лечения критических заболеваний, если будет сохранена надлежащим образом. Пуповинная кровь богата гемопоэтическими (кроветворными) стволовыми клетками, которые применяют для лечения более

100 тяжелых заболеваний. Клетки, выделенные из пуповинной крови, более молодые и активные по сравнению с другими источниками (костный мозг и периферическая кровь после стимуляции).

По состоянию на декабрь 2024 года услуга по получению стволовых клеток и их закладка на хранение стоит **от 65 000 рублей**, а хранение обойдется еще **от 4 000 рублей в год** (при оплате хранения на 20 лет). Таким образом, несложно посчитать, что основная часть выручки — это услуги хранения биоматериала, эта статья доходов стабильна и не подвержена сезонности. Гемабанк развивает региональную сеть представителей в более чем 150 городах и расширил вместимость хранилища до 120 000 образцов, чтобы оказывать услуги по всей России оставаясь лидером в отрасли и наращивать банк.

Структура УК

Ключевым акционером ПАО «ММЦБ» является ПАО «Артген биотех» с **81,63% долей в уставном капитале**, остальные 18,37% акций компании принадлежат физическим лицам. Артген — биотехнологическая компания с большим портфелем разработок, в которую входит ПАО «ММЦБ» и еще 12 компаний на разных этапах развития. **Акции ПАО «Артген» также торгуются на Московской бирже с капитализацией в 7 млрд. руб. (по состоянию на 06.12.2024)**. Важно отметить, что ПАО «ММЦБ» владеет 8,1% акций ПАО «Артген».



Рыночные данные об эмитенте

По состоянию на 06.12.2024, ПАО «ММЦБ» имеет рыночную капитализацию **1,9 млрд. руб.** На Московской бирже торгуются акции компании (ISIN: RU000A100GC7), а также 2 выпуска облигаций (ММЦБ П01-1 и ММЦБ П01-2). **Поскольку компания входит в сектор инноваций, инвесторы освобождаются от уплаты НДФЛ на доход, который возникает при продаже или погашении ценных бумаг компании, если владели ими более 1 года (льгота продлена до конца 2027 года).**

В 2024-м году было осуществлено дробление акций ПАО «ММЦБ» 1:10, что сделало акции более доступными для инвесторов с небольшими счетами.

В июле 2024 года рейтинговое агентство АКРА повысило кредитный рейтинг компании до BBB-(RU) ПРОГНОЗ «СТАБИЛЬНЫЙ».

Тикер	Цена	Капитализация, руб
GEMA	126,9	1 894 606 848

Сейчас компания торгуется с прогнозным мультипликатором P/E 2024 = 12,7, а суммарные дивиденды за 2024 год ожидаются от 8 рублей на акцию (доходность 6,3% к цене акций на 06.12.2024). При этом, за 1п2024 компания уже выплатила 5 рублей дивидендов на акцию, а за 9м2024 будет еще выплата в 2,7 рубля в декабре.

Мультипликаторы	2019	2020	2021	2022	2023	2024П
Кол-во акций на конец периода	14 929 920	14 929 920	14 929 920	14 929 920	14 929 920	14 929 920
Цена на конец периода	76,2	69,0	99,3	80,0	100,2	126,9
Капитализация, тыс. руб	1 137 660	1 030 164	1 482 541	1 194 394	1 495 978	1 894 607
P/E	9,5	8,4	10,9	10,5	11,9	12,7
P/S	4,8	4,2	5,6	4,7	5,3	5,4
EV/EBITDA	8,0	7,0	10,2	9,4	9,8	9,8
Чистый долг/EBITDA	0,0	0,2	0,2	1,2	0,4	0,5
Чистый долг, млн. руб	-2,4	34,0	25,7	179,0	63,9	73,4

РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИИ

Операционные результаты

Результаты операционной деятельности компании сильно зависят от факторов, на которые она повлиять практически никак не может:

- уровня рождаемости в стране
- общего уровня осведомленности населения о преимуществах сохранения пуповинной крови
- проникновение услуг по сохранению пуповинной крови
- доступности услуг.

По последним данным, которые есть в открытом доступе, в конце 2023 года **только 0,3% родивших пользовались услугой сохранения пуповинной крови**. Для сравнения: в США показатель проникновения услуг сейчас около 4%, в ЕС примерно 2–4%, а в некоторых странах этот показатель вовсе может превышать 10%.

Вполне возможно, что в перспективе нескольких лет услуги по сохранению пуповинной крови начнут популяризироваться не только банками хранения и медицинскими учреждениями, но и государством. Собственно, первые предпосылки для этого уже есть.

С сентября 2022 года в РФ запущена система Федерального регистра доноров костного мозга, а **на развитие донорства костного мозга и гемопоэтических стволовых клеток в 2024 году из федерального бюджета направили 440 млн. рублей**.

Что касается ценовой доступности услуг, то получение стволовых клеток и 20 лет их хранения сегодня стоит минимум **145 000 рублей**, что является довольно существенным разовым расходом для большинства россиян, а материнский капитал на данные услуги расходовать нельзя.

Год	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024П
Количество образцов	25 992	27 752	29 520	31 366	33 445	35 934	37 923	40 227	43 200
Прирост банка г/г		6,8%	6,4%	6,3%	6,6%	7,4%	5,5%	6,1%	7,4%

Несмотря на ряд сложностей, компания за последние 8 лет увеличивала количество образцов **в среднем на 6,6% в год**. Вполне можно ожидать, что к концу 2024 года у Гемабанка будет около **43 200 образцов** на хранении. Стоит заметить, что даже в кризисные годы прирост количества образцов не замедляется, более того в 2024м году наблюдается ускорение роста: **за 9 месяцев 2024 года на хранение было принято на 33% больше образцов, чем за аналогичный период 2023 года**.

Конечно, есть клиенты, которые отказываются от пролонгации договоров хранения образцов. Со слов менеджмента компании, таких клиентов немного (около 100 человек в год), еще около 100 клиентов в год становятся неплательщиками, поэтому компания сама расторгает с ними договоры. В целом, отток клиентов можно считать несущественным в масштабах деятельности.

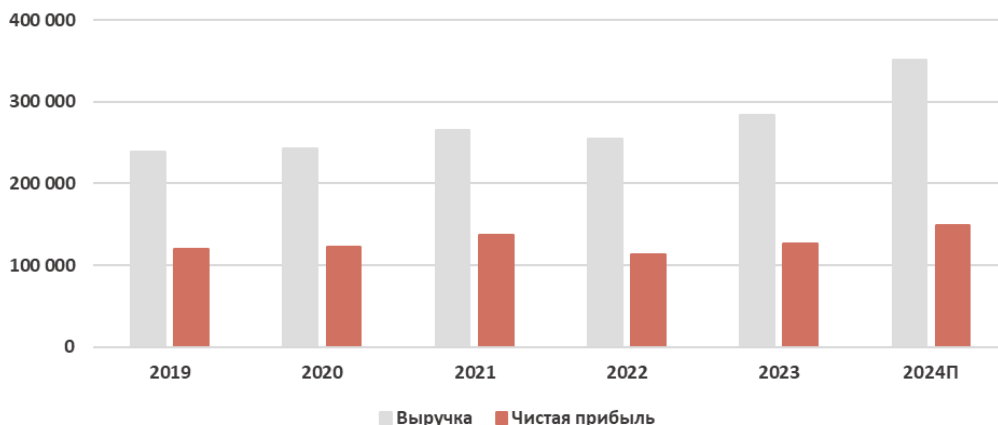
Выручка

Несмотря на стабильный операционный рост бизнеса, выручка компании растёт не так активно. Очевидно, что закладывать инфляцию в стоимость услуг особой возможности пока нет. **За период с 2016 по 2023 год выручка выросла со 130 млн. рублей, до 283,5 млн. руб. (CAGR 2016–2023 = 10,2%)**. Однако, **если проанализировать период с 2018 по 2023 год, то за 5 лет рост составил всего 16,8%**. Скорее всего, учитывая 44% рентабельности по чистой прибыли, это связано с конкуренцией на рынке, которая не позволяет индексировать цены даже на инфляцию и приходится жертвовать маржой.

В 2024 году произошло ускорение роста: **по итогам 9 месяцев 2024 года компания показала рост выручки на 20,3% г/г, а по итогам года этот показатель вполне может вырасти до 352 млн. руб. (+24% г/г)**. Даже при снижении чистой рентабельности до 42%, компания сможет заработать около 149 млн. руб., что превышает предыдущие прогнозы.

Сегментацию выручки компания сейчас не раскрывает, но, например, в 2019 году криохранение занимало долю в 60,6%, а криоконсервирование - 39,3%. Лишь 0,1% приходился на прочие услуги.

Вероятнее всего, ситуация не сильно изменилась с тех пор, а основным драйвером роста выручки в 2024 году является рост принятых образцов (т. е. сегмент криоконсервирования).



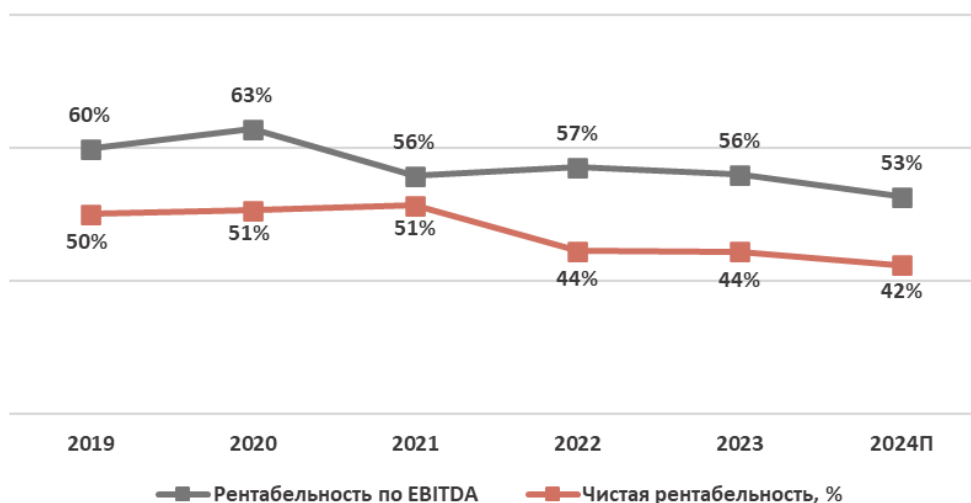
ЕВITDA, прибыль, рентабельность

Одним из ключевых преимуществ бизнес-модели Гемабанка является очень высокая рентабельность. По итогам 2023 года рентабельность по ЕВITDA была 55,9%, даже если в долгосрочной перспективе рентабельность немного снизится, существенного негативного влияния на компанию это не окажет. По итогам 9м2024 года рентабельность по ЕВITDA снизилась до 53,1%. Сам показатель ЕВITDA за указанный период вырос на до 136,2 млн. руб. Рентабельность по чистой прибыли в 2022 и 2023 годах держалась на уровне 44%, по итогам 2024 года, вероятнее всего, будет немного меньше (около 42%).

Если сравнивать показатели с крупными конкурентами, то, например, у ООО «Криоцентр» чистая рентабельность в 2023 году была меньше 33%, а у ООО "ПОКРОВСКИЙ БСК" 2023 и 2022-й годы вообще были убыточными.

Высокую рентабельность удается поддерживать благодаря тому, что постоянные издержки относительно небольшие и бизнес не требует больших капитальных вложений. Самые большие расходы в 2023 году – это реклама и агентское вознаграждение (24 и 19,7 млн. руб. соответственно).

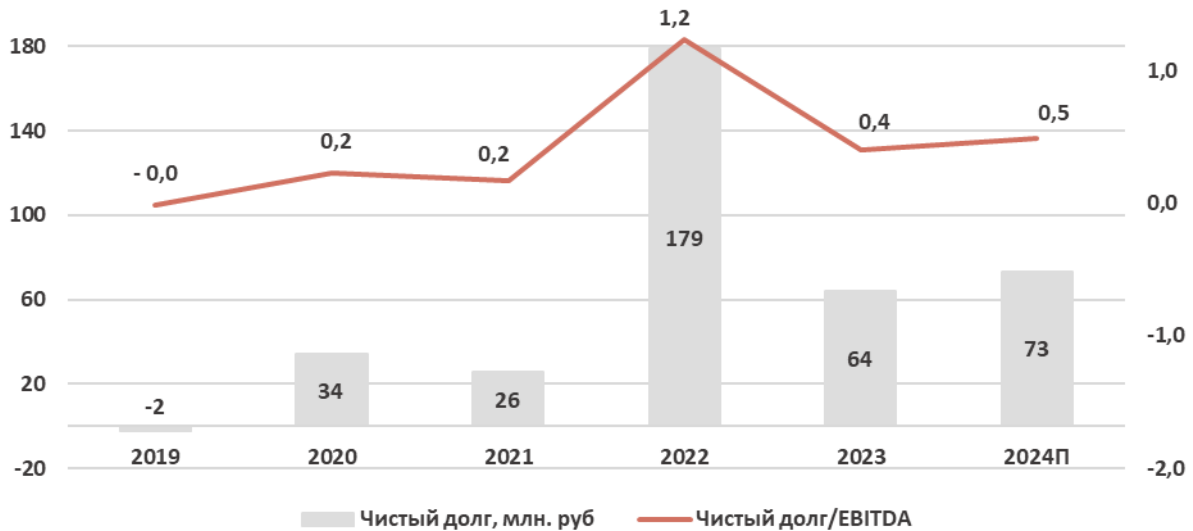
Рентабельность по ЕВITDA и чистой прибыли



Долговая нагрузка

Чистый долг у компании был на пике в 2022 году и составлял почти 179 млн. рублей. При этом коэффициент ND/EBITDA был равен 1,23, что являлось вполне комфортным показателем. На конец 3 квартала 2024 года чистый долг составляет 73,4 млн. руб., а **прогнозный показатель ND/EBITDA на конец года составляет 0,49**.

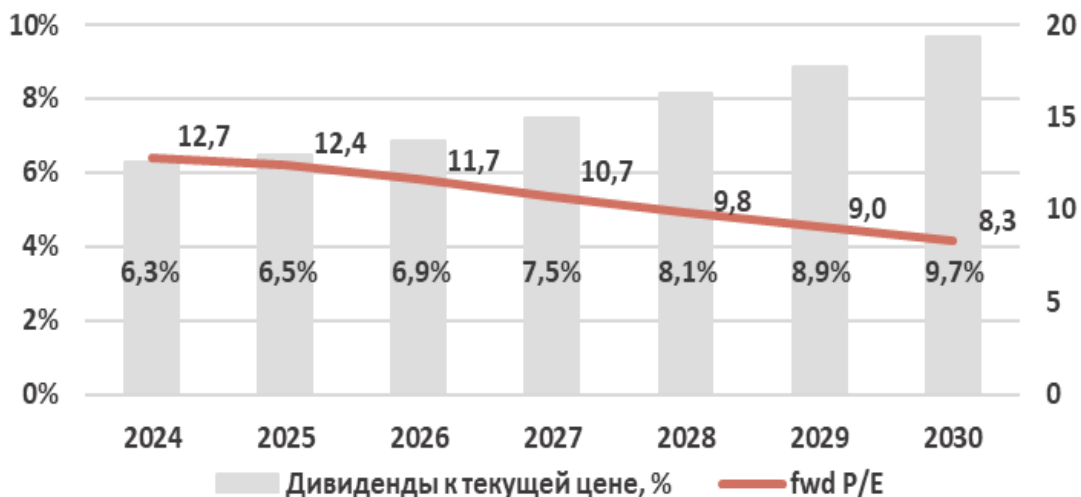
Финансовое положение компании стабильное и вполне позволяет развиваться и платить щедрые дивиденды, тем более большие расходы на CAPEX не требуются. Облигации компании, торгуемые на Московской бирже, имеют фиксированные ставки купона 13% и 14%. В текущих условиях (ставка ЦБ 21%) выгодно получать процентные доходы от ДС и эквивалентов или платить дивиденды акционерам, что собственно компания и делает.



Дивиденды

С тех пор как компания стала публичной, дивиденды выплачиваются стабильно, как правило, по несколько раз в год. Согласно дивидендной политике, в 2022, 2023 и 2024 годах компания планировала направлять на дивиденды не менее 80% от чистой прибыли.

Компания от планов не отклонялась. Оснований полагать, что дивидендная политика резко изменится в худшую сторону, нет, так как бизнес генерирует стабильно высокий FCF, не обременен долгами и капиталоемкими проектами развития.



ПЕРСПЕКТИВЫ И ПРОГНОЗЫ

Перспективы рынка

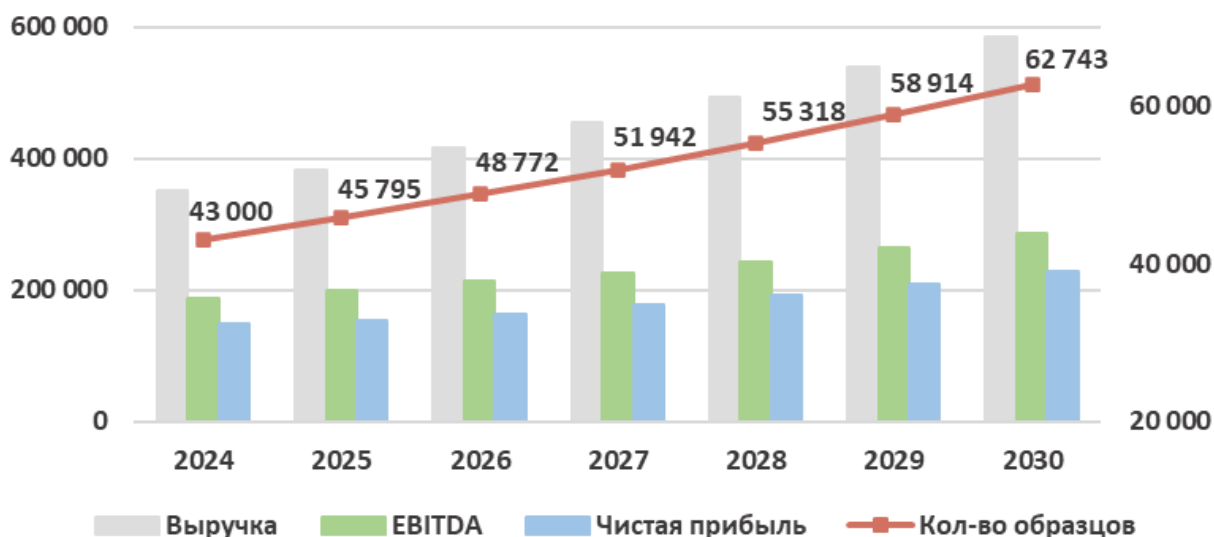
Если учесть, что Гемабанк работает исключительно на рынке банков стволовых клеток и занимает на нем долю больше 40%, то в денежном выражении **объем рынка на конец 2024 года можно оценить примерно в 879 млрд. руб.** По прогнозам Росстата, рождаемость в РФ будет снижаться до 2027 года, а далее, возможно, последует восстановление. Исходя из этого, рассчитывать в ближайшие годы стоит только на повышение осведомленности населения о преимуществах использования услуг по сохранению пуповинной крови и росте проникновения.

Ежегодно во всем мире на хранение закладывается около **600 тысяч образцов (0,37% от всех родившихся)**. Это значит, что даже до значений средних по миру нашему рынку есть куда расти и развиваться, хотя возможны и сценарии краткого роста проникновения услуг.

Учитывая то, что до показателей по проникновению многих стран (не только развитых) расти можнократно, а государство уже с 2024 года начало поддерживать развитие донорства костного мозга и гемопоэтических стволовых клеток, вполне можно ожидать рост этого показателя с текущих **0,3% до 0,5% к 2030 году** в базовом сценарии (**CAGR 2024-2030 будет около 8,9%**). Объем образцов пуповинной крови на хранении тогда может вырасти примерно **до 150 тысяч образцов к 2030 году**.

Прогнозы по компании

Нет оснований полагать, что Гемабанк не сможет расти вместе с рынком хотя бы темпами 8,9% в год, поэтому вполне разумно прогнозировать выручку **около 586 млн. руб. к 2030 году**. Даже если рентабельность по чистой прибыли и EBITDA снизятся к тому времени до 39% и 49% соответственно, компания сможет заработать около **228 млн. рублей чистой прибыли (fwd p/e 2030 = 8,3)**. Количество образцов на хранении вполне может приблизиться к **63 тысячам**.



Долгосрочные перспективы

Более того, в начале 2024 года «Гемабанк» и «Свифтген» заключили договор о совместных проектах, целью которых является разработка и внедрение в практику генотерапевтических препаратов для пациентов с заболеваниями гемофилия А, гемофилия В и ВИЧ-инфекцией. Свифтген — это разработчик технологической

платформы для генной терапии. Компания разрабатывает генотерапевтические препараты для лечения офтальмологических, неврологических, кардиологических и других заболеваний, как генетических, так и мультифакторных. **Перспективы данного направления очень долгосрочные, разработка находится на этапе дизайна и оценки кандидатов препаратов и тестированию их in vitro.**

Рынок гемофилии в РФ по состоянию на 2022 год оценивался в 14 млрд. руб. (примерно 9 000 пациентов в 2024 году), а на лечение ВИЧ-инфекции только Минздравом РФ в 2023 году было выделено 38,6 млрд. руб. (закупка антиретровирусных препаратов).

Потенциальные рынки генотерапевтических препаратов в РФ оценить трудно и открытых данных с их оценками нет, но масштабы понятны, даже заняв 1–2% на этих рынках, компания можеткратно улучшить свои финансовые результаты. Единственное, что вероятность успеха очень далека от 100% и сроки реализации тоже пока очень долгосрочные. Однако, это тоже вносит некоторый вклад в оценку компании.

Оценка

В первую очередь, стоит отметить, что акции компании практически всегда торговались на бирже с форвардным мультипликатором P/E>10. Если предположить, что компания будет торговаться также в 2030 году, то терминальная стоимость будет около 2,3 млрд. руб., что на 21% выше текущей рыночной цены. Более того, компания распределяет практически всю чистую прибыль, что обеспечивает стабильно высокий дивидендный поток акционерам.

За период с 2024 по 2030 годы, суммарный дисконтированный по ставке 20% свободный денежный поток может составить около 812 млн. рублей, а приведенная терминальная стоимость компании составляет около 765 млн. руб. Итого, получаем **справедливую оценку самого бизнеса Гемабанка около 1577 млн. рублей.**

Однако, у ПАО «ММЦБ» еще есть доля в ПАО «Артген», который является перспективной биотехнологической компанией с амбициозными планами роста на ближайшие годы. Сейчас данная доля оценивается в **566 млн. руб.** (при капитализации ПАО «Артген» в 7 млрд. руб.). Также, у компании есть **чистый долг в 73,4 млн. руб.,** если прибавить стоимость доли ПАО «Артген» и отнять чистый долг, то получим **2 067 млн. руб.** или **справедливую цену акций около 138,4 рублей за акцию,** что предполагает потенциал роста более 9% от текущих значений.

Дополнительно можно учесть перспективы переоценки стоимости доли ПАО «Артген» и эффект от возможной успешной разработки ряда генотерапевтических препаратов в партнерстве со Свифтгеном. По консервативным оценкам, это вполне может быть еще около 150 млн. рублей. Итого, акции компании вполне могли бы стоить **около 145,6 рублей** при более благоприятных рыночных условиях, что подразумевает потенциал роста около 14,7% от текущих значений.

Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям. Автор данного материала не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения. Данный материал отражает личное мнение автора. Автор данного материала стремится проводить максимально точный анализ, обосновывать прогнозные значения, а также делать адекватные допущения и выводы на основании информации из открытых источников, однако автор не гарантирует отсутствия ошибок или опечаток в материале.