

«Гемабанк»

лидер российского рынка хранения
стволовых клеток



Иван Ефремов
Аналитик
i.efanov@cifra-broker.ru



Владимир Корнев
Аналитик
kornev@cifra-broker.ru



«Гемабанк» | GEMA

лидер российского рынка хранения стволовых клеток



Сильные результаты за 2025 год

Основные данные

«Гемабанк» (ПАО «ММЦБ») специализируется на хранении стволовых клеток и разработке инновационных препаратов для лечения заболеваний крови и иммунной системы. В структуру организации входят крупнейший в России и СНГ банк хранения пуповинной крови, а также современные исследовательские лаборатории.

Московская биржа	GEMA	120,6 Р
Капитализация	млрд Р	1,80

Финансовые показатели по МСФО		2023	2024	2025	2026П
Выручка	млн Р	283,5	348,6	376,7	409,8
ЕБИТДА	млн Р	152,1	166,6	180,4	218,8
Рентабельность по ЕБИТДА	%	53,6	47,8	47,9	53,4
Чистая прибыль	млн Р	125,8	151,2	158,4	187,0
Чистая маржа	%	44,4	43,4	42,0	45,6
Чистый долг/ЕБИТДА LTM	млн Р	0,29	-0,22	0,50	0,42

Динамика	за неделю	за месяц	6 месяцев	12 месяцев
«Гемабанк»	-3,80%	-2,68%	+5,17%	+0,84%
Индекс МосБиржи	-0,43%	-2,52%	-3,85%	-10,57%

52w Hi – Lo	136,5 руб.
	105,5 руб.

Иван Ефанов
(аналитик) i.efanov@cifra-broker.ru

Владимир Корнев
(аналитик) kornev@cifra-broker.ru

Код ценной бумаги	GEMA
Полное наименование	ПАО «ММЦБ», ао
Краткое наименование	iММЦБ, ао
ISIN код	RU000A100GC7
Номер государственной регистрации	1-01-85932-Н

Цены на 5 июня 2026 г. по данным ПАО «Московская биржа»

«Гемабанк»

«Гемабанк» является одним из первых в России банков стволовых клеток, предлагающих услугу биострахования новорожденного ребенка и всей семьи. Является лидером российского рынка хранения биоматериалов и отвечает требованиям ведущих мировых стандартов.

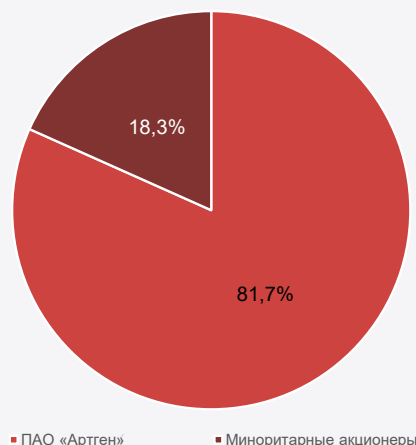
«Гемабанк» является дочерней компанией ПАО «Артген» (до 18 июля 2023 года компания носила название «Институт стволовых клеток человека» (ИСКЧ)).

Группа компаний «Артген» имеет холдинговую структуру:

- материнская компания «Артген» – стратегический инвестор, эмитент Московской Биржи (тикер: АВЮ);
- 13 дочерних компаний, среди которых публичные эмитенты Московской Биржи – «Гемабанк» (GEMA) и «Генетико» (GECO);
- пять компаний являются резидентами «Сколково».

Направления деятельности группы — разработка, коммерциализация и дальнейшее продвижение на рынке инновационных лекарственных препаратов, изделий медицинского назначения и высокотехнологичных услуг в сфере регенеративной медицины, медицинской генетики, геной терапии, биобанкирования и биофармацевтики. Ключевыми брендами «Артген» являются «Гемабанк», «Генетико», «Репробанк», «Неоваскулген».

Структура акционерного капитала ПАО «ММЦБ»



Источник: данные компании



Основные направления бизнеса

Бизнес компании можно разделить на два ключевых направления:

1. Сервисы биострахования (банк персонального хранения клеток) – текущий источник денежного потока компании.

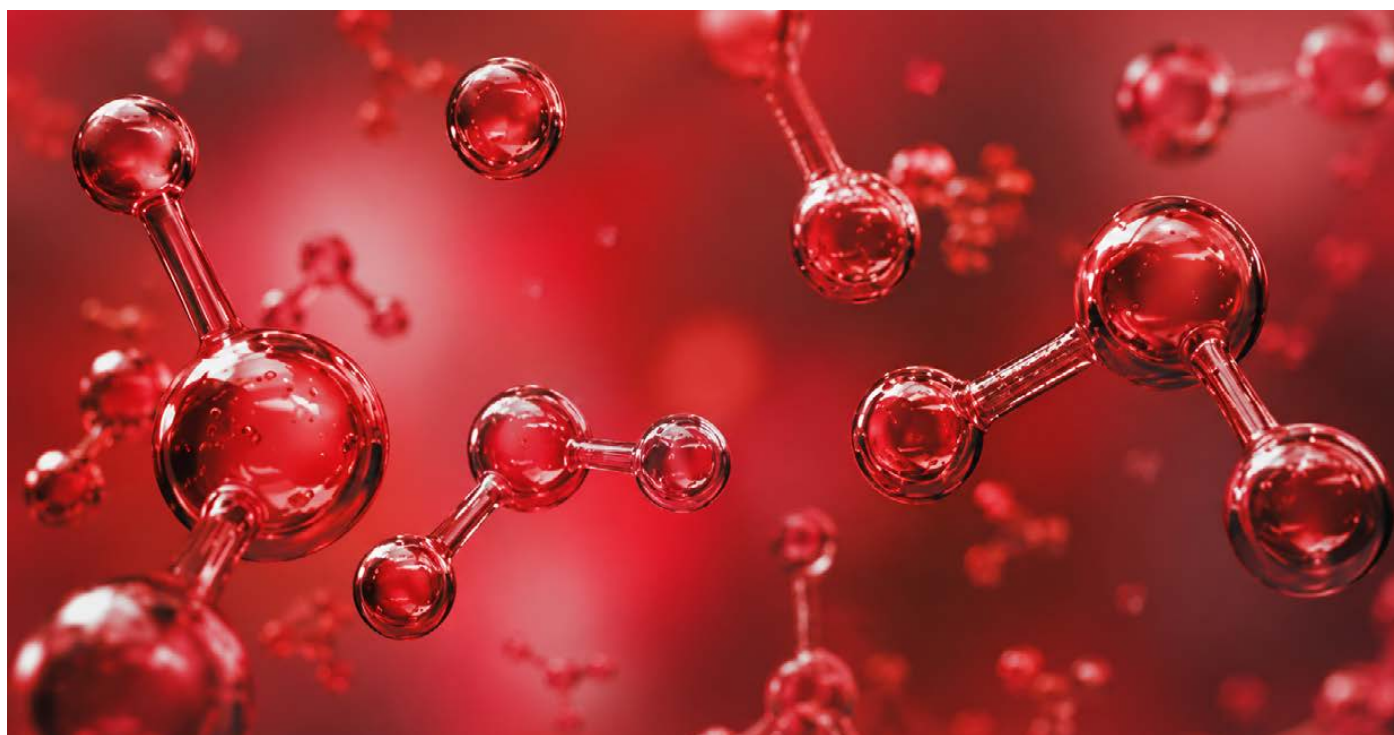
- Забор, выделение, криоконсервация и долгосрочное персональное хранение гемопоэтических стволовых клеток пуповинной крови (ГСК ПК), мезенхимальных стволовых клеток (МСК) и ткани пупочного канатика.
- У компании самое крупное криохранилище в России. На конец 2025 года база хранения достигла 48 тыс. образцов.
- «Гемабанк» исторически занимает на рынке персонального биобанкирования порядка 40-45% рынка, что является самой большой долей среди всех игроков в России.
- Сохраненные биоматериалы применяются для терапии более ста различных тяжелых заболеваний (ДЦП, аутизм, лейкемия, органические поражения головного мозга и др.). На конец 2025 года было выдано 72 образца для трансплантации.

2. Разработка генно-терапевтических препаратов (НИОКР) – стратегический актив, способный стать драйвером роста компании в будущем.

- «Гемабанк» осуществляет комплексный девелопмент оригинальных фармацевтических решений для лечения редких генетических заболеваний, таких как гемофилия, спинальная мышечная атрофия, дисферлинопатия.
- В 2025 году получены положительные результаты тестирования In-Vitro препаратов-кандидатов от гемофилии, запущено тестирование In-Vivo (на мышах). Потенциальный вывод препаратов на рынок ожидается в период 2030–2032 годов.

Стратегические цели компании на 2026-2027 годы

- Сохранение лидерских позиций на российском рынке банков пуповинной крови с долей рынка 40%.
- Разработка инновационных генно-терапевтических препаратов, формирование собственного портфеля препаратов.
- Расширение партнерской сети клиник с целью использования гемопоэтических стволовых клеток в сфере регенеративной медицины в Московском и других регионах.
- Расширение географии присутствия «Гемабанка» на территории России.





История

Эмитент создан в результате преобразования ООО «ММЦБ» в акционерное общество и является правопреемником ММЦБ в отношении всех его прав и обязанностей. ООО «ММЦБ» было зарегистрировано как 100%-ная дочерняя компания ПАО «Артген» 2 октября 2014 года. Компания была создана для реализации деятельности ПАО «Артген» по персональному банкированию гемопоэтических стволовых клеток пуповинной крови (ГСК ПК) и других ценных биоматериалов под брендом «Гемабанк» отдельным юридическим лицом.

2003: создание банка персонального хранения стволовых клеток пуповинной крови. Основатель – Артур Исаев.

2005: первая успешная трансплантация гемопоэтических СК ПК и периферических стволовых клеток.

2014: создание ООО «ММЦБ» для выделения бизнеса «Гемабанка» в профильную компанию.

2017: введена новая услуга сохранения МСК и ткани пупочного канатика.

2019: первое размещение облигаций на публичном рынке долга на 30 млн руб., а также первичное размещение акций ПАО «ММЦБ» на Московской Бирже.

Компания разместила 15% акций увеличенного уставного капитала (223 948 штук) и привлекла более 150 млн руб., доля ПАО «Артген» в результате IPO сократилась до 85%. Рыночная стоимость компании по итогам IPO была определена на уровне 1 млрд руб., стоимость одной бумаги составила 672 руб. (с учетом прошедшего позднее сплита цена акции соответствует 67,2 руб.). Основная цель размещения заключалась в привлечении средств на строительство и оснащение новой лаборатории и криохранилища. Часть средств, привлеченных в ходе IPO, была направлена на проведение исследований для терапии тяжелых заболеваний с помощью стволовых клеток пуповинной крови.

2022: криохранилище «Гемабанка» расширено на 30 тыс. дополнительных мест.

2023: акционеры компании утвердили сплит акций с коэффициентом 10. Количество обыкновенных акций после дробления увеличилось до 14 929 920 штук (ранее – 1 492 992).

2024: кредитный рейтинг «Гемабанка» повышен до BBB-.

Увеличена база хранения образцов до 44 049 штук.

Всего за 2024 год на хранение было принято на 41% больше образцов, чем за 2023 год. В 2024 году было выдано четыре образца для трансплантации. Общее количество выданных образцов для трансплантации составило 61.

2025: увеличена база хранения образцов до 48 тыс. штук. Всего за 2025 год было принято на хранение на 15% больше образцов, чем в 2024 году.

Получены положительные результаты тестирования In-Vitro разработанных ранее генотерапевтических конструкций препаратов-кандидатов для лечения гемофилии А и В. Запущено тестирование препаратов-кандидатов In-Vivo (на мышцах) с целью подбора минимальной эффективной дозы препаратов.





Динамика котировок и факторы влияния

С начала 2026 года акции ММЦБ подорожали на 10,5%, в то время как индекс МосБиржи снизился за аналогичный период на 6,1%. С момента первичного размещения акций в июле 2019 года бумаги выросли в цене примерно на 84%.

Несмотря на положительную динамику котировок, существует ряд факторов, сдерживающих рост стоимости акций:

- «Гемабанк» на данный момент оценивается рынком не как классический «биотех» (которым характерно 100% реинвестирование прибыли в дальнейшее развитие), а как дивидендная фишка. Компания исторически направляет значительную часть свободного денежного потока на выплаты акционерам. В 2025 году в качестве дивидендов было выплачено 111,4 млн руб. Показатель Total Shareholder Return (отражает суммарный доход акционеров от роста капитала и всех выплаченных за шесть лет дивидендов) для акционеров «Гемабанка» составляет порядка 175%. С 2019 года было выплачено 61,83 руб. на акцию, что подтверждает факт того, что инвесторы забирают прибыль из компании через дивиденды – и в меньшей степени через переоценку стоимости самой акции.
- Низкая ликвидность: структура акционерного капитала «Гемабанка» препятствует притоку крупных институциональных инвесторов, так как в свободном обращении находится всего около 18% акций, что при текущей рыночной капитализации соответствует порядка 330 млн руб. Недостаточная ликвидность актива делает его непривлекательным для крупных фондов: любые существенные покупки или продажи могут резко менять цену. В результате рынок формируется розничными инвесторами, что препятствует справедливой переоценке компании. Проведение дополнительного размещения акций способно исправить сложившийся дисбаланс и улучшить текущую ситуацию с ликвидностью.
- Исторически рост акций компаний средней и малой капитализации сильно коррелирует с процентными ставками в экономике. В условиях, когда безрисковые инструменты (банковские вклады, ОФЗ, фонды денежного рынка) дают двузначную доходность, инвесторы требуют от «рисковых» активов, к которым можно отнести акции «Гемабанк», еще большей премии, что сдерживает рост капитализации. Высокая ключевая ставка также оказывает сильное давление на оценку компаний по методу дисконтированных денежных потоков (DCF), поскольку сильно увеличивает ставку дисконтирования (WACC).



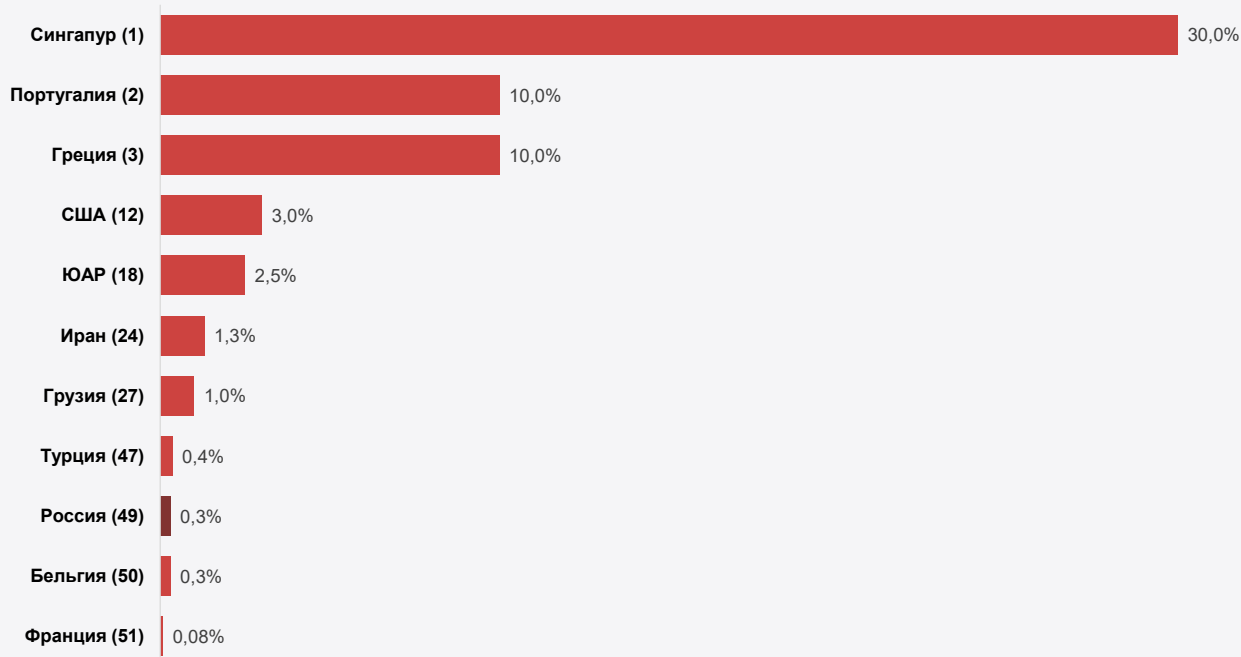


Рынок биострахования

Биострахование — это процедура сохранения стволовых клеток, полученных из пуповинной крови и пупочного канатика. Биострахование включает в себя услуги по забору, выделению, криоконсервации и персональному хранению стволовых клеток пуповинной крови. Материал берется при рождении ребенка и используется для трансплантации при серьезных заболеваниях. Пуповинная кровь используется в 10-15% всех трансплантаций гемопоэтических стволовых клеток у детей. При выявлении заболеваний, для терапии которых используются стволовые клетки (более ста видов заболеваний по МКБ), наличие собственного биоматериала позволяет избежать поиска донора. Выживаемость пациентов после трансплантации стволовых клеток пуповинной крови составляет порядка 60-80% в зависимости от заболевания, возраста пациента и степени совместимости. Клиентами соответственно являются беременные женщины на поздних сроках и семейные пары, принимающие решение о выделении и долгосрочном хранении клеток и тканей пуповинной крови.

В пуповинной крови содержится большое количество гемопоэтических (кроветворных) стволовых клеток, которые уже более 30 лет успешно применяются для трансплантации. Сегодня они являются стандартом лечения более чем 80 различных заболеваний, включая онкологические, гематологические, иммунные и метаболические нарушения.

Рейтинг стран по уровню проникновения сохранения образцов пуповинной крови



Источник: Parent's Guide Cord Blood Foundation, 2019

Рынок банков стволовых клеток в России находится на этапе развития и обладает большим потенциалом для роста относительно многих развитых стран. На данный момент уровень проникновения услуги в России составляет всего 0,3%, тогда как в США этот показатель равен 3%, а в Европе — 2-4%. Лидером с существенным отрывом остается Сингапур с проникновением порядка 30%. Такой высокий уровень связан с наличием государственного пособия на рождение ребенка, которое можно использовать для оплаты услуг биострахования, а также с широким распространением в стране комбинированной модели хранения.

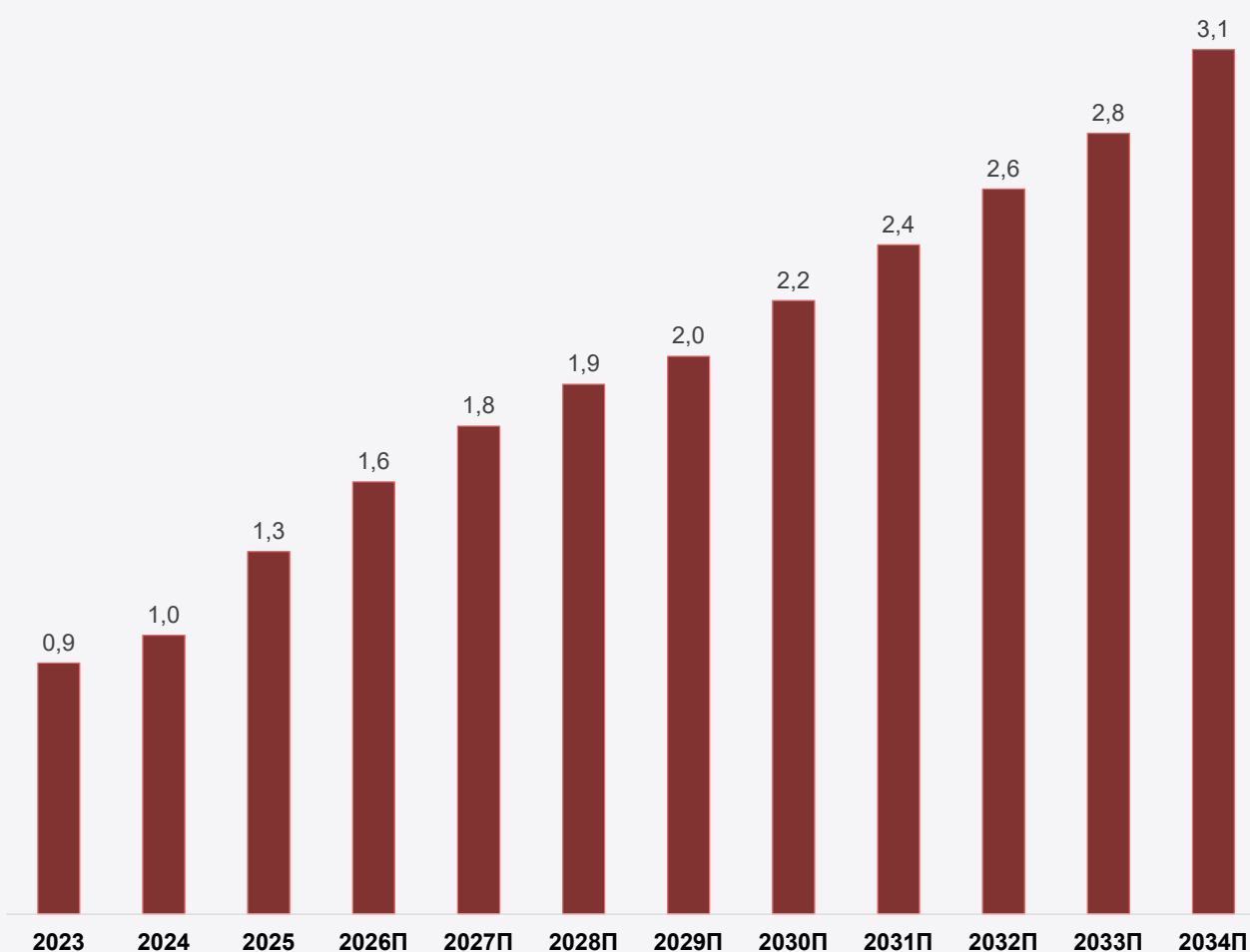
В целом глобальный рынок демонстрирует высокие темпы роста в сегменте биострахования. Объем мирового рынка услуг по хранению пуповинной крови в 2024 году составил \$46,23 млрд, а по итогам 2025 года достиг \$51,89 млрд. По прогнозам, к 2033 году мировой рынок увеличится до \$130,69 млрд, что предполагает среднегодовой темп роста на уровне 12,24 % в период с 2025 по 2033 год.



Драйверы для роста рынка биострахования в России

- **Расширение регионального присутствия и повышения информированности.** В частности, информирование через роддома и медперсонал является ключевым каналом роста проникновения услуги, поскольку коммуникация «на месте» напрямую влияет на доверие и конверсию.
- **Государственное стимулирование и гибридные модели.** В данном ключе положительным примером может служить опыт Сингапура. SCBB (Сингапурский национальный банк пуповинной крови) ввел модель Community Banking, которая предполагает, что семьи первоначально резервируют биоматериал для личного использования, а впоследствии могут передать его в общий фонд для помощи другим пациентам. Данная модель снижает барьеры для неопределившихся родителей и расширяет донорскую базу.
- **Маркетинг и гибкие тарифы.** Маркетинг способствует расширению аудитории, а пакетные предложения и рассрочки, в частности, уменьшают порог входа и повышают проникновение.
- **Развитие новых направлений регенеративной медицины,** в которых используются стволовые клетки пуповинной крови.
- **Рост личных расходов граждан на медицину.** По данным исследования Всероссийского союза пациентов, в 2025 году 93% опрошенных обращались к платным медицинским услугам. Личные расходы граждан на медицину растут быстрее, чем государственное финансирование. Это подчеркивает растущую зависимость россиян от коммерческого сектора здравоохранения и потенциал для большего проникновения услуг по биострахованию.

Объем рынка банков стволовых клеток в России, 2023-2034 гг., млрд руб.





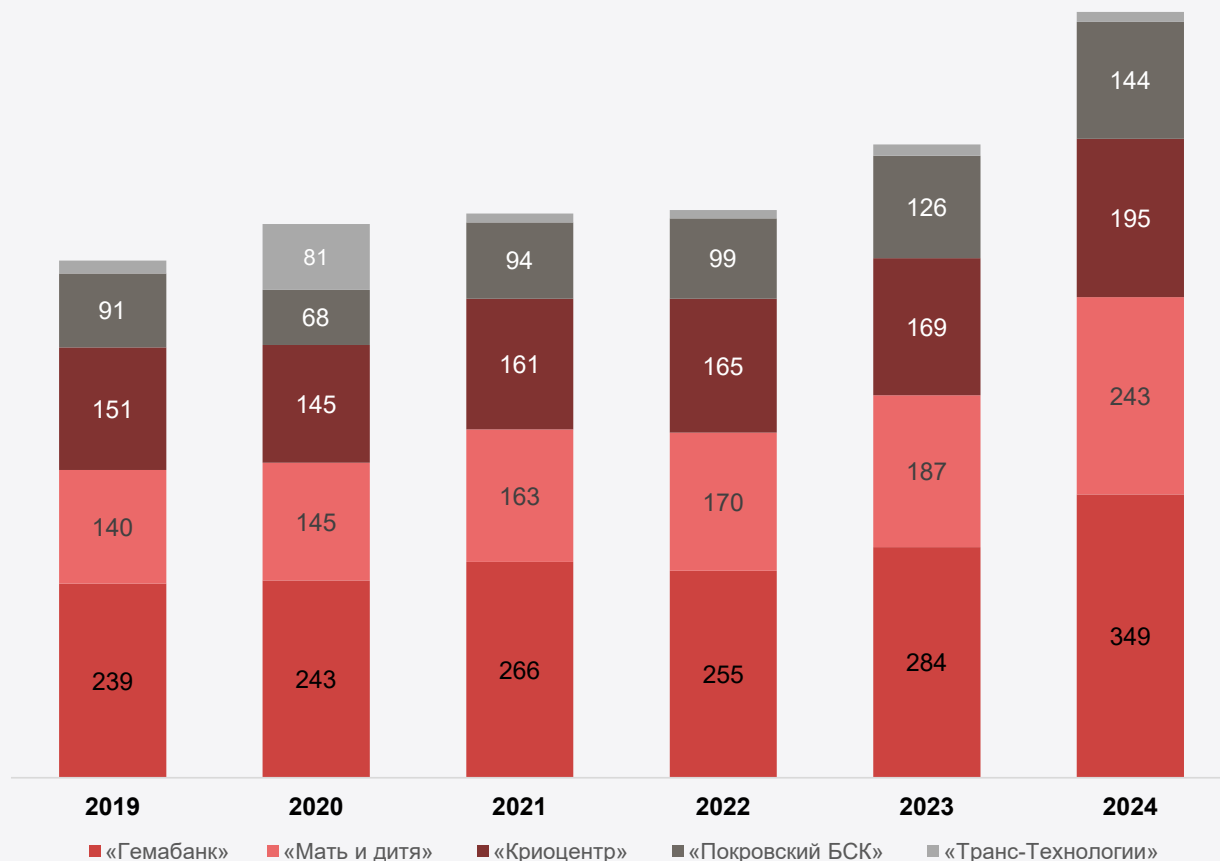
Конкуренты и рыночное позиционирование «Гемабанка»

На сегодняшний день в России насчитывается 12 банков пуповинной крови, и среди них ведущую позицию занимает «Гемабанк». Значимый вес на рынке также имеют «Криоцентр» (банк персонального хранения стволовых клеток на базе Научного центра акушерства, гинекологии и перинатологии РАН), а также банк стволовых клеток группы компаний «Мать и дитя» (бывший БСК ПК ПМЦ). Далее со значительным отрывом по масштабам деятельности и числу сохраненных образцов следует «Покровский БСК» (Покровский банк стволовых клеток).

«Покровский БСК» и «Криоцентр» имеют пулы донорских образцов, используемых в целях НИОКР, а также для лечения пациентов. В «Криоцентре», например, донорские образцы предназначены исключительно для внутреннего использования в рамках предоставления платных медицинских услуг – в основном, для лечения ДЦП. «Гемабанк» не предоставляет услуг по лечению, поскольку предпочитает сосредоточиться именно на лабораторной части работы с клетками. Для лечения имеются партнерские взаимоотношения с другими организациями.

На конец 2025 года суммарно всеми банками было сохранено около 97 тыс. образцов. Из 4 158 образцов стволовых клеток, сохраненных в России в 2024 году, 36% от общего числа (1 501 образец) пришлось на «Гемабанк». В 2025 году было принято на хранение еще 1 606 образцов. Общая доля образцов на хранении в «Гемабанке» составляет примерно 40-45% от совокупного числа образцов на хранении во всех персональных банках пуповинной крови в России, что является самой большой долей среди всех игроков на российском рынке.

Выручка топ-5 крупнейших частных игроков в России, млн руб.





Анализируя пятерку ведущих частных игроков на рынке биострахования, можно отметить уверенное лидерство «Гемабанка»: компания контролирует 37% совокупной выручки топ-5 компаний и аккумулирует 47% от общего количества биообразцов. Ближайший конкурент по финансовым метрикам — группа компаний «Мать и Дитя», занимающая вторую строчку с долей выручки в 26%. При этом в натуральном выражении ее рыночная доля существенно скромнее и составляет лишь 12% образцов. Подобная диспропорция логично объясняется премиальной бизнес-моделью конкурента: «Мать и Дитя» продает услуги с более высоким средним чеком целевой обеспеченной аудитории, используя как канал сбыта собственную закрытую сеть частных клиник и роддомов.

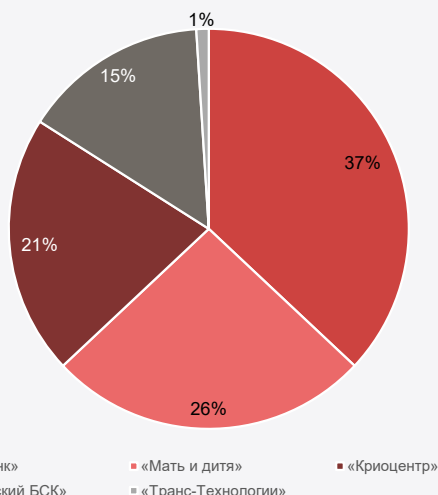
Такая расстановка сил наглядно подчеркивает два важных инвестиционных момента.

- Во-первых, масштабируемость: в то время как рост сети «Мать и Дитя» органически ограничен пропускной способностью их собственных премиальных роддомов, «Гемабанк» работает по модели широкой дистрибуции, охватывая более 1 200 партнерских роддомов по всей стране. Это делает бизнес-модель компании более устойчивой и независимой.
- Во-вторых, существенный разрыв в выручке на один сохраненный образец между этими игроками указывает на то, что у «Гемабанка» есть скрытый резерв для роста – компания обладает потенциалом (Pricing Power) для постепенного повышения стоимости своих тарифов и внедрения премиальных пакетов без риска потери лидерства в физических объемах.

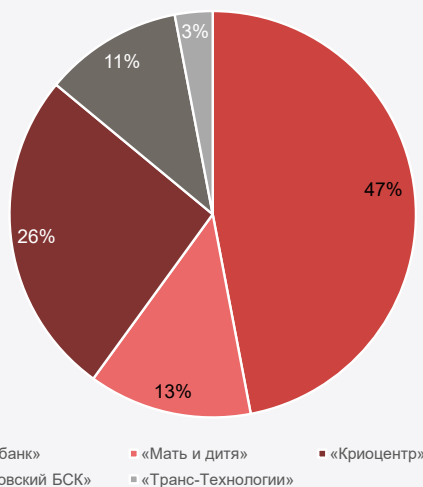
В ближайшей перспективе усиление конкуренции на рынке банков пуповинной крови маловероятно, что обусловлено текущей политико-экономической ситуацией. В данных условиях небольшие игроки рынка постепенно теряют свои позиции, в то время как крупные компании укрепляют свое доминирующее положение.

Однако параллельно наблюдается снижение спроса на услуги биострахования, что связано с сокращением доходов населения, особенно в целевой группе со средним уровнем дохода и выше. Дополнительными сдерживающими факторами являются приостановка или прекращение деятельности ряда предприятий, а также тенденция к снижению рождаемости, что в совокупности ограничивает потенциал роста рынка.

Структура хранения 2024-25, млн руб.



Структура хранения 2024-25, тыс. ед.





Конкурентные преимущества «Гемабанк»

Технологии. «Гемабанк» использует передовое оборудование, современные лаборатории и хранилища, что гарантирует сохранность образцов и жизнеспособность стволовых клеток при длительном хранении без потери ценных свойств. Более того, полуавтоматический метод обработки пуповинной крови позволяет выделить максимальное количество жизнеспособных клеток из любого образца.

Прозрачность. «Гемабанк» является публичной компанией. Это дает возможность отслеживать ее развитие и финансовые показатели бизнеса из открытых источников, что дополнительно повышает стандарты качества услуг и корпоративного управления.

Доступность. У всех беременных женщин есть возможность сохранить ценные стволовые клетки пуповинной крови при рождении ребенка. Представительства открыты в 150 городах России, что обеспечивает доставку образцов из увеличенного количества городов.

Ценообразование. В компании действует система специального ценообразования для отдельных регионов, а также различные системы скидок, в том числе для повторных клиентов.

Опыт и экспертиза. «Гемабанк» использует методику выделения и обработки стволовых клеток, проверенную множеством трансплантаций. Она разработана и запатентована специалистами компании совместно с учеными Российского Онкологического Научного Центра им. Н.Н. Блохина. Один из немногих банков, где выделение стволовых клеток из пуповинной крови на каждом этапе обработки контролируется высококвалифицированными специалистами.

Востребованность образцов. Образцы клиентов «Гемабанка» неоднократно были востребованы для лечения российскими и зарубежными клиниками, что подтверждает высокое качество хранения. «Гемабанк» – единственный банк в России, образцы которого приняты за рубежом для лечения онкогематологических заболеваний.

НИОКР и пайплайн сервисов и препаратов

«Гемабанк» (совместно с компаниями «Хэппиджин», «Орфадженекс» и «Генотаргет») разрабатывает препараты для лечения гемофилии А и В, дисферлинопатии и СМА. Таким образом, компания диверсифицирует свое развитие и проходит этап трансформации в биотехнологическую компанию. Инвестиции в новые разработки могут стать источником роста будущей стоимости, но, как и любое R&D, несут в себе риски неполучения должной отдачи на инвестиции. На сегодняшний день компания фокусируется на разработке оригинальных генно-терапевтических препаратов для лечения орфанных нервно-мышечных заболеваний и препаратов для лечения заболеваний крови.

Пайплайн сервисов и препаратов

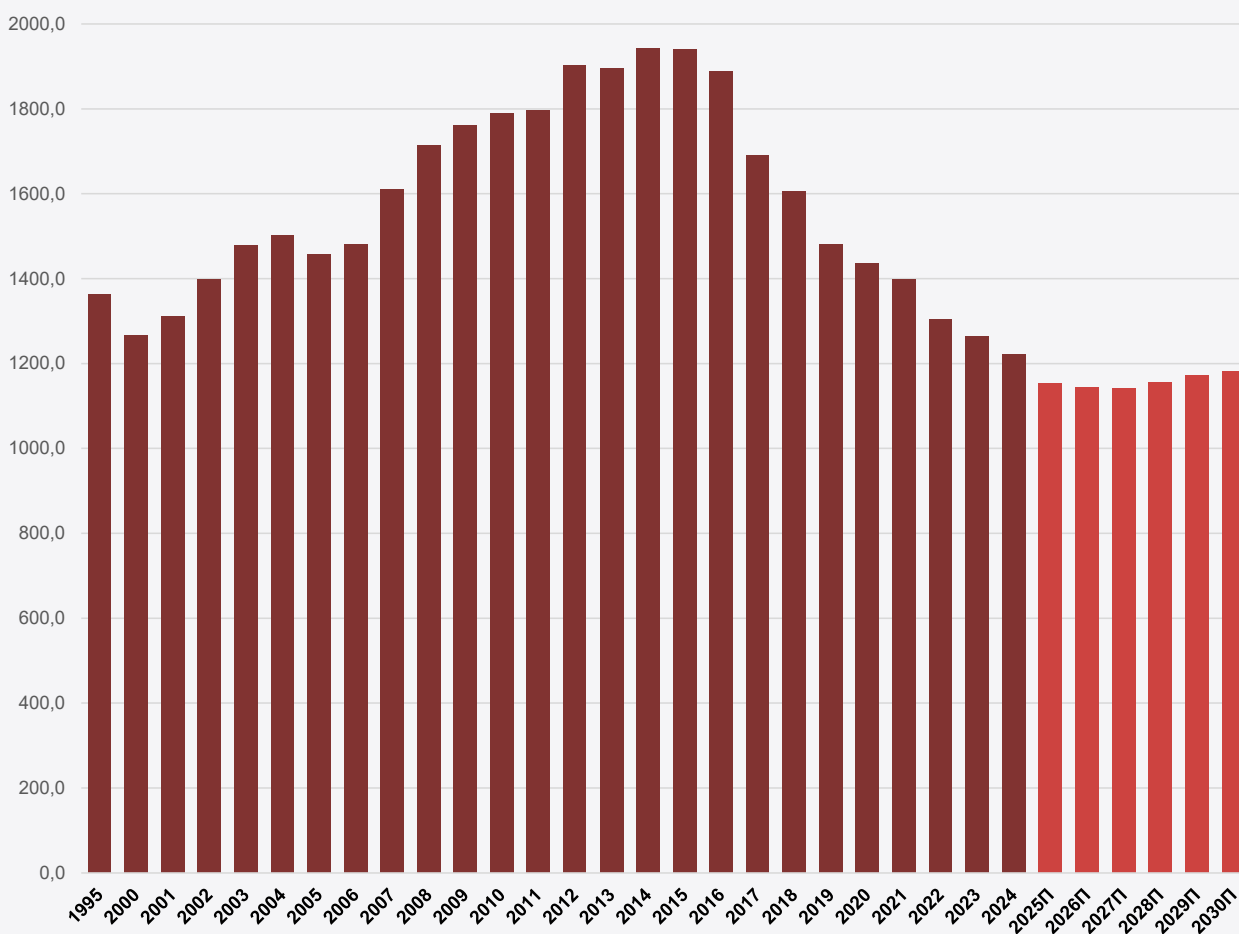




Риски

Демографическое давление. Основной и на данный момент единственный стабильно генерирующий денежные потоки бизнес компании — это сохранение пуповинной крови и клеток. Предоставление данной услуги тесно связано с уровнем рождаемости в России, который объективно снижается на протяжении последних лет. Компания активно борется с этим трендом, увеличивая свою долю рынка (до 42%), повышая цены и вводя длинные тарифы («Долголетие» на 50 лет), тем не менее фундаментально рынок ограничен демографией. Базовый прогноз Росстата гласит, что в перспективе до 2027 года рождаемость в России будет снижаться, а разворот тренда произойдет только в 2028 году.

Рождаемость в России, тыс чел.



Источник: Росстат

Риск неуспеха. Менеджмент ставит перед собой амбициозную цель — рост капитализации в четыре раза за четыре года за счет трансформации в разработчика генно-терапевтических препаратов. Статистика успеха в мировой биотехнологической отрасли показывает, что лишь 5-10% препаратов преодолевают путь от лабораторных испытаний до массового производства. Таким образом, переоценка акций может произойти только после успешного завершения компанией второй фазы клинических испытаний на людях. До этого момента инвесторы рассматривают актив как венчурный опцион с высоким риском, который дисконтируют почти до нуля.

Снижение доходов населения. Услуги биострахования — это премиальный сегмент. Одна из главных угроз для базового бизнеса — это снижение реальных располагаемых доходов населения.

Репутационные риски. Отрасль клеточных технологий крайне чувствительна к «негативному PR». Любой несчастный случай при применении клеток, неэтичное поведение конкурентов или дискредитирующие статьи в СМИ могут вызвать резкий отток лояльной аудитории.

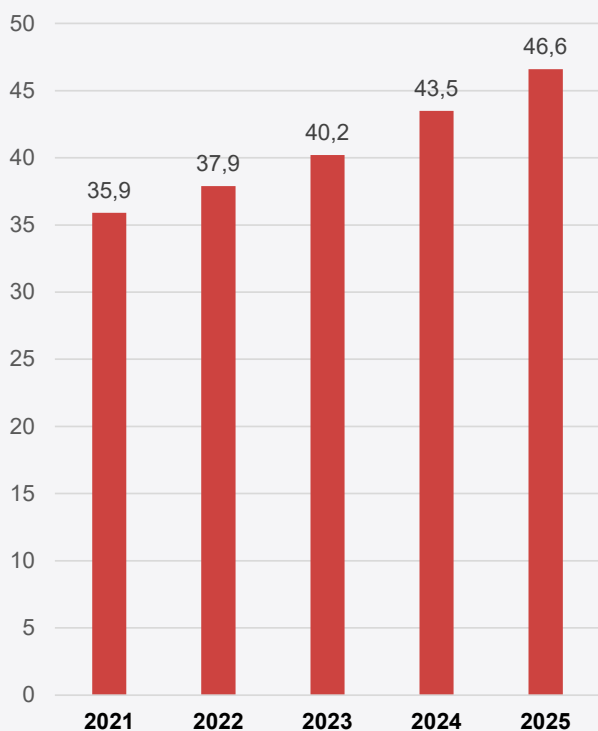


Финансовое положение

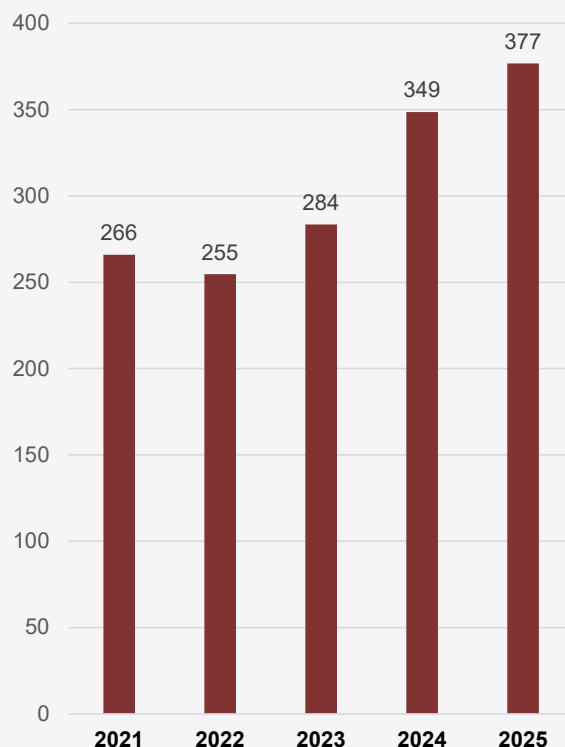
«Гемабанк» продолжает демонстрировать стабильность бизнеса и, соответственно, поступающих денежных потоков, которые гарантированы ежегодными поступлениями за услуги хранения биоматериалов. Выручка стабильно растет: с 2023 по 2025 год прирост составил 33%, а по итогам I квартала 2026 года показатель увеличился на 8% относительно аналогичного периода прошлого года. Этому способствует стабильный рост количества образцов на хранении, которых по состоянию на конец 2025 года имелось 46,6 тыс. штук. С 2021 года количество образцов выросло на 30%. «Гемабанк» имеет самое крупное в России и сверхнадежное криохранилище. Информационный архив (база данных образцов) также защищен от рисков лучше, чем у остальных игроков рынка.

Компания имеет 45 тыс. постоянных клиентов, еще порядка 3 тыс. присоединяется ежегодно. «Гемабанк» предлагает уникальный логистический сервис, позволяющий осуществлять оперативную доставку биоматериала практически из любой точки России и СНГ, четко соблюдая требуемый для транспортировки различных видов биоматериалов температурный режим. Представительства «Гемабанка» находятся в более чем 150 городах России и стран СНГ.

Количество образцов на хранении, тыс. шт.



Выручка, млн руб.



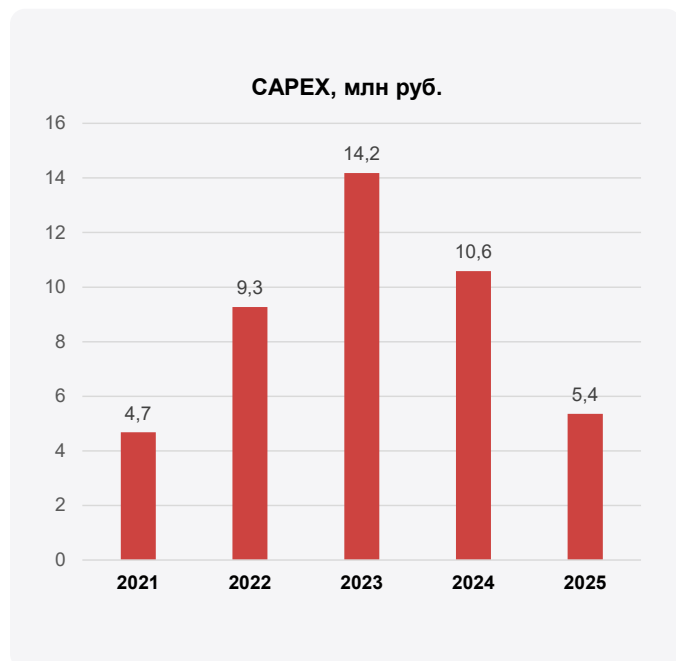
Источник: данные компании

В перспективе дальнейшему росту выручки будет способствовать разработка препаратов для лечения дисферлинопатии, спинально-мышечной атрофии, гемофилии А и В. Вывод на рынок этих препаратов планируется к 2030-2032 годам. Суммарная емкость рынка для них оценивается более чем в 130 млрд руб.

Компания демонстрирует стабильно высокие показатели рентабельности, которая по итогам 2025 года составила 47,5% по EBITDA. Стоит отметить, что значения чистой прибыли у компании в некоторых случаях приближаются к EBITDA. «Гемабанк» как медицинская компания пользуется льготами по налогообложению – нулевой ставкой налога на прибыль. Соответственно, прибыль до налогообложения равна чистой прибыли. Кроме того, при расчете EBITDA по методике компании из нее вычитаются процентные доходы и доходы от участия в других организациях, которые по объемам сравнимы с процентными расходами.

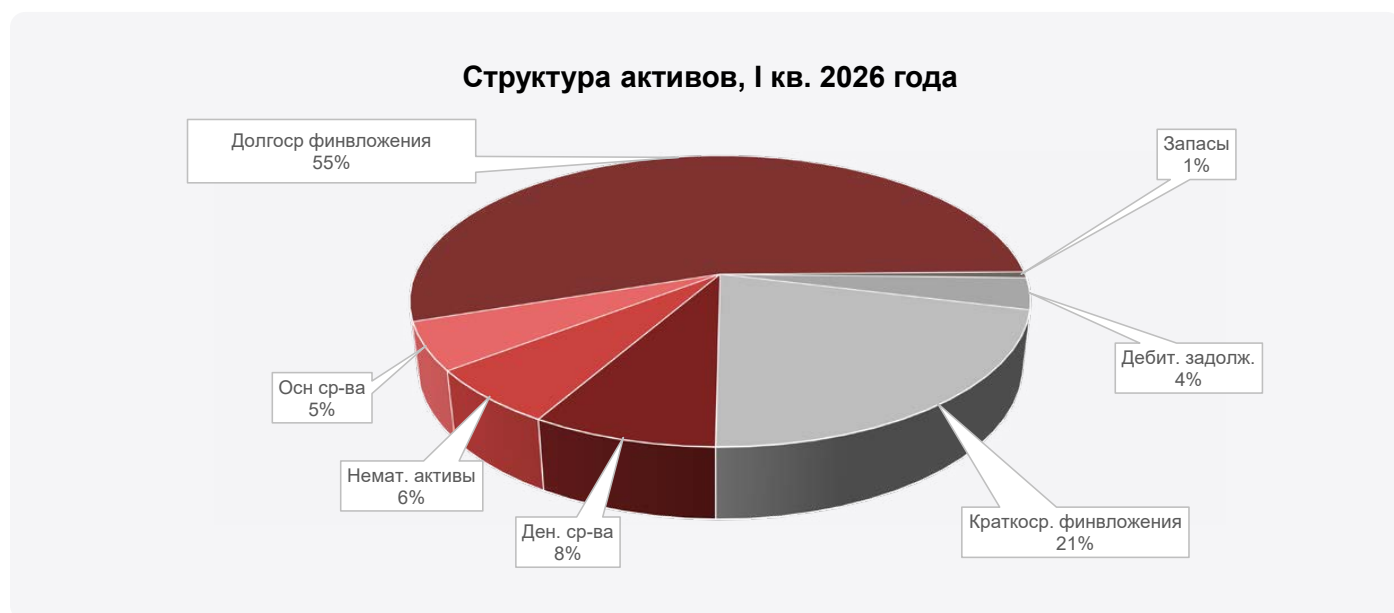


В структуре себестоимости крупнейшими статьями расходов являются сырье и материалы, а также затраты на лабораторные исследования. Капитальные затраты в последние годы относительно невелики, в 2025 году они составили 1,4% от выручки. Санкционное давление на экономику России повлияло на операционную деятельность компании в незначительной степени. Для ряда позиций по импортному оборудованию, запчастям и расходным материалам оперативно были найдены новые поставщики. В настоящее время все логистические сложности успешно решены



Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»

Высокая рентабельность и стабильный денежный поток обусловили структуру активов: большая их часть сосредоточена в долгосрочных и краткосрочных финансовых вложениях. Они образуются как результат реинвестирования заработанной прибыли. На конец I квартала 2026 года их суммарная доля в активах составила 76%. Из 625 млн руб. долгосрочных вложений 463 млн руб. представляли собой вложения в акции ПАО «Артген», еще 162 млн руб. – займы, предоставленные связанным сторонам. Краткосрочные вложения полностью состоят из предоставленных займов, 167 млн руб. выданы материнской компании и 76 млн руб. – прочим связанным сторонам.



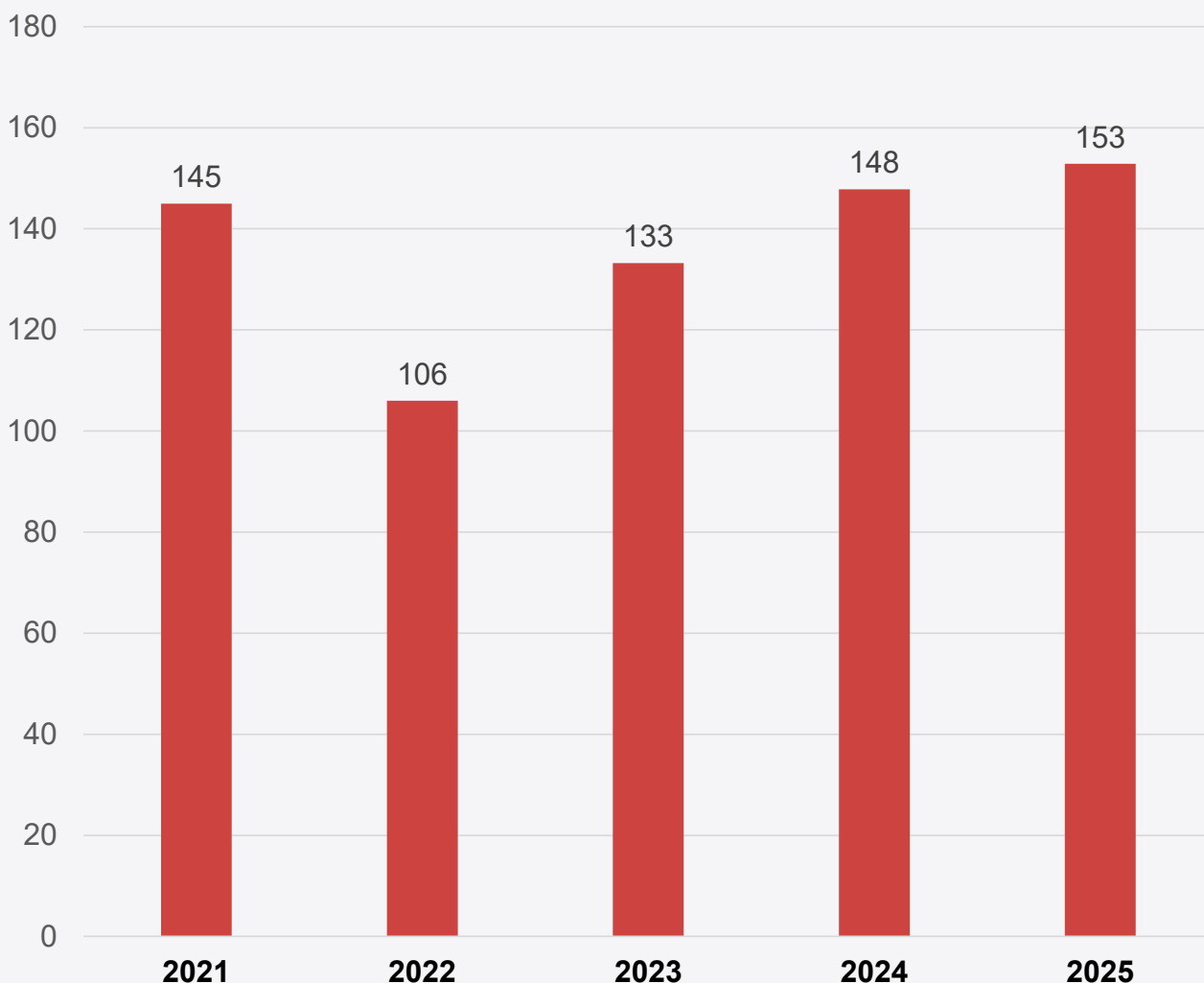
Источник: данные компании, расчеты «Цифра брокер»



Несмотря на высокую рентабельность бизнеса, размер собственного капитала поддерживается на достаточно умеренных уровнях – порядка 16% пассивов. Основной причиной этого является довольно щедрая дивидендная политика компании – на дивиденды направляется практически вся чистая прибыль. По итогам 2025 года дивиденды составили 153 млн руб. Помимо этого, компания в 2025 году зафиксировала снижение дооценки внеоборотных активов на 111 млн руб., в результате чего их размер составил минус 86,4 млн руб. В I квартале текущего года дооценка также снизилась – до минус 136,8 млн руб. Снижение дооценки вызвано в основном динамикой цен акций ПАО «Артген». Если в начале 2025 года они торговались на уровне 90-100 руб. за бумагу, то в мае 2026 года их цена опустилась ниже 60 руб. за акцию. Важно также отметить, что большая часть кредиторской задолженности и долгосрочных обязательств представлена обязательствами компании по хранению, то есть данные обязательства являются накопленными авансами клиентов по хранению образцов (до 20 лет). При этом вероятность конвертации данных обязательств в денежные близка к нулю.

Размер финансового долга в последние годы стабилен, к концу I квартала 2026 года он составлял 230 млн руб., что соответствует 20% пассивов. Долг представлен двумя выпусками облигаций, ММЦБ-БО-П01-01 и ММЦБ-БО-П01-02 (ISIN RU000A1001T8 и RU000A105054) с погашением в 2029 и 2027 годах соответственно. Благодаря постоянному и весьма существенному объему имеющихся денежных средств чистый долг невелик и на конец I квартала 2026 года составлял 137 млн руб. Благодаря существенным объемам зарабатываемой прибыли долговая нагрузка также невысокая: по коэффициенту «Чистый долг» / EBITDA (LTM) на конец I квартала она составила 0,75x.

Дивиденды, млн руб.





Бухгалтерский баланс, млн руб.	2023	2024	2025	3М 2026
Активы	1 277,8	1 235,9	1 203,5	1 139,8
Внеоборотные активы:	1 033,9	873,8	785,6	756,8
Нематериальные активы	84,8	78,6	72,5	71,0
Основные средства	49,1	64,7	57,0	60,4
Финансовые вложения	900,0	730,5	656,1	625,5
Оборотные активы:	243,9	362,1	417,9	383,0
Запасы	4,1	8,8	9,2	7,8
Дебиторская задолженность	43,7	29,4	25,1	39,7
Финансовые вложения	-	47,0	237,7	242,7
Ден. средства и эквиваленты	196,1	276,9	145,9	92,8
Пассивы	1 277,8	1 235,9	1 203,5	1 139,8
Капитал	440,8	303,9	198,4	187,9
Уставный капитал	0,1	0,1	0,1	0,1
Дооценка внеоборотных активов	165,0	24,6	-86,4	-136,8
Добавочный капитал	242,5	242,5	242,5	242,5
Резервный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0
Нераспределенная прибыль	33,2	36,6	42,1	82,0
Долгосрочные обязательства	657,4	743,7	772,7	574,8
Заемные средства	228,1	228,1	224,6	24,6
Прочие долгосрочные обязательства	429,3	515,6	548,1	550,2
Краткосрочные обязательства	179,5	188,4	232,4	377,1
Заемные средства	11,8	12,0	12,1	205,0
Кредиторская задолженность	167,0	175,9	220,1	171,3
Оценочные обязательства	0,7	0,5	0,3	0,9
Справочно: чистый долг	43,8	-36,8	90,8	136,8
Отчет о прибыли или убытке, млн руб.	2023	2024	2025	3М2026
Выручка	283,5	348,6	376,7	97,0
Себестоимость	-47,9	-58,7	-72,7	-20,5
Валовая прибыль	235,6	289,9	304,0	76,5
Прибыль до налогообложения	125,8	151,2	158,4	39,9
Чистая прибыль	125,8	151,2	158,4	39,9
ЕБИТДА	152,1	166,6	180,4	46,0
ЕБИТДА LTM				181,4
Отчет о прибыли или убытке, млн руб.	2023	2024	2025	3М2026
Собственный капитал/пассивы, %	34,5%	24,6%	16,5%	16,5%
Рентабельность по ЕБИТДА, %	53,6%	47,8%	47,9%	47,5%
Рентабельность по чистой приб, %	44,4%	43,4%	42,0%	41,1%
Чистый долг/ЕБИТДА (LTM)	0,29	-0,22	0,50	0,75
Текущая ликвидность	1,36	1,92	1,80	1,02



Оценка

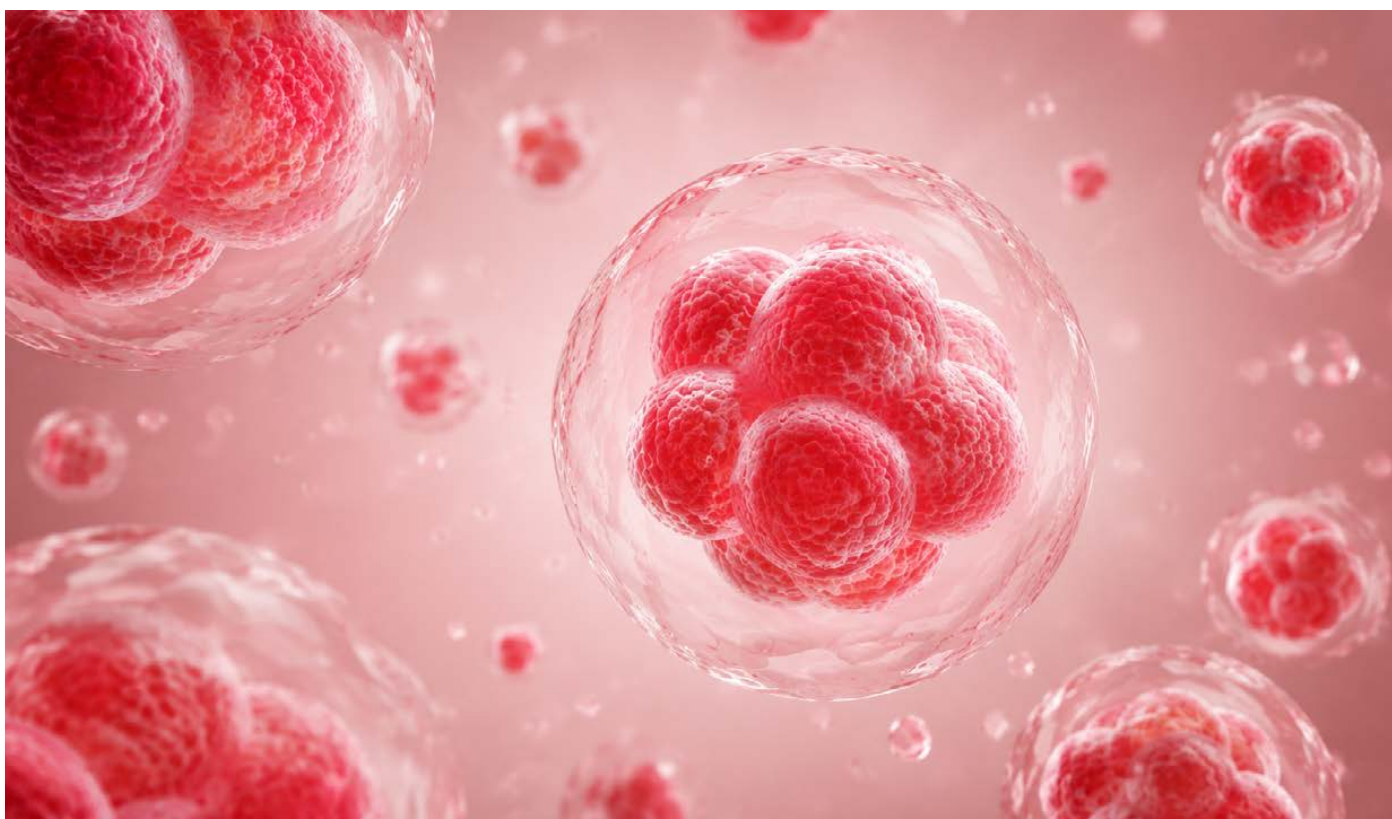
Для оценки справедливой стоимости ПАО «ММЦБ» («Гемабанк») мы использовали метод дисконтированных денежных потоков (DCF), а также сравнительный подход по собственным историческим мультипликаторам компании. Финансовая модель построена на пятилетний прогнозный период (2026–2030 годы) с расчетом терминальной стоимости по модели Гордона (Perpetual Growth).

Ключевые операционные предпосылки

- **Выручка и маржинальность.** Мы закладываем консервативный темп роста выручки в прогнозном периоде на уровне 7–9% в год, что отражает ежегодную индексацию тарифов в рамках инфляционных ожиданий и умеренный рост проникновения услуг биострахования. Основной предпосылкой к умеренным темпам роста выступает базовый прогноз Росстата, который предполагает сохранение тенденции к снижению рождаемости в России в период 2026–2027 годов и постепенный рост только с 2028 года. Рентабельность по EBITDA прогнозируется на стабильно высоком уровне около 53,4%, что подтверждается историческими данными. Темпы роста операционных расходов в прогнозном периоде будут соответствовать уровню инфляции с учетом роста объема оказания услуг.
- **Оборотный капитал (NWC).** Бизнес-модель «Гемабанка» предполагает авансовую оплату за услуги хранения, что позволяет генерировать стабильный приток ликвидности, а также служит источником фондирования. Ежегодное положительное изменение оборотного капитала обеспечивает высокую конверсию чистой прибыли в свободный денежный поток (FCF).

Для дисконтирования будущих денежных потоков применена ставка средневзвешенной стоимости капитала (WACC) на уровне 21,7%.

- Стоимость собственного капитала рассчитана по модели CAPM и соответствует 22,5%. В качестве безрисковой ставки взята доходность длинных ОФЗ на уровне 14,5%. Премия за риск (ERP) установлена на отметке 9,16%, что соответствует данным Damodaran.
- Стоимость долга соответствует эффективной ставке привлечения по текущим облигационным займам компании и составляет 14,6%.
- Структура капитала соответствует текущим рыночным метрикам: 88,9% собственного капитала и 11,1% долга. Мы считаем использование текущей структуры более обоснованным, чем отраслевых бенчмарков, так как стратегия компании исторически базируется на фондировании за счет клиентских авансов, а не финансового долга.





Безрисковая ставка	14,5%
Levered beta	0,88
ERP	9,2%
Стоимость акционерного капитала	22,5%
Стоимость заемного капитала	14,6%
Заемный капитал	11,1%
Акционерный капитал	88,9%
Эффективная ставка налога на прибыль	0%
WACC	21,7%

млн руб.	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка	409,8	445,4	481,7	523,9	563,8
<i>Изм. выручки, %</i>	8,8	8,7	8,2	8,8	7,6
ЕБИТДА	218,8	237,8	257,2	279,7	301,0
Рентабельность по EBITDA, %	53,4	53,4	53,4	53,4	53,4
ЕБИТ	206,1	225,2	244,5	266,9	287,9
(-) Taxes	0	0	0	0	0
(+) D&A	12,7	12,6	12,7	12,8	13,1
(+) Delta NWC	40,3	61,1	62,5	72,5	68,6
(-) CapEx	12,2	13,2	14,3	15,6	16,8

FCF	246,9	285,7	305,4	336,6	352,9
Период	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50
Фактор дисконтирования	1,10	1,34	1,63	1,99	2,42
Дисконтированный FCF	223,9	212,9	187,1	169,5	146,1

Perpetual Growth Rate	3%
Дисконтир. FCF прогнозного периода, млн руб.	1 948,5
Терминальная стоимость, млн руб.	806,6
Целевая стоимость (EV), млн руб.	1 746,0
(-) Финансовый долг, млн руб.	236,7
(+) Финансовые вложения, млн руб.	893,8
(+) Денежные средства, млн руб.	145,9
Целевая капитализация по DCF, млн руб.	2 549
Целевая цена одной акции, руб.	171

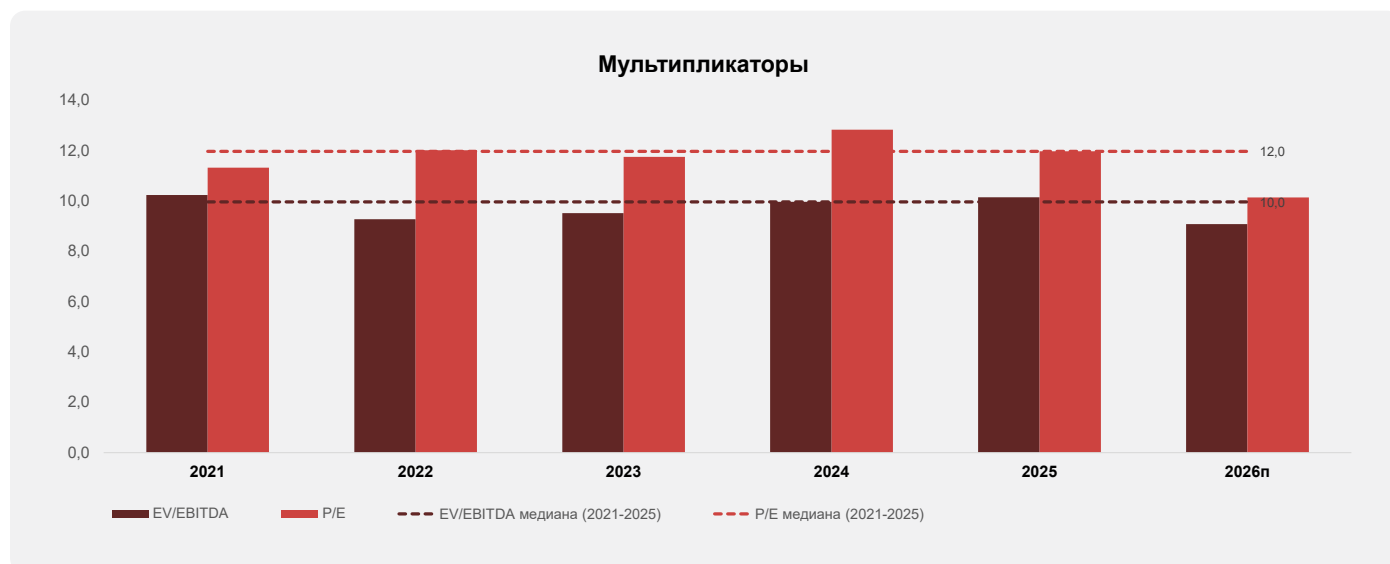


Темпы роста в постпрогнозном периоде установили на уровне 3,0%. Данный показатель является консервативным и отражает баланс между долгосрочным таргетом Банка России по инфляции и рисками снижения рождаемости в России. Справедливая оценка полной стоимости (EV) ПАО «ММЦБ» на горизонте следующих 12 месяцев соответствует 1 746 млн руб. Для расчета стоимости акционерного капитала мы произвели следующие корректировки:

- вычли текущий финансовый долг (236,7 млн руб.);
- прибавили денежные средства на балансе (145,9 млн руб.);
- прибавили неоперационные финансовые вложения на сумму 893,8 млн руб. (портфель акций материнской компании и внутригрупповые займы).

Оценка справедливой рыночной капитализации на горизонте следующих 12 месяцев составила **2 549 млн руб.** или **171 руб.** за одну акцию, что предполагает апсайд в размере 42% от текущей цены. Отметим, что данная оценка базируется исключительно на потоках от действующего бизнеса по хранению биоматериалов и не включает в себя опционную стоимость венчурного пайплайна (в частности, разрабатываемые препараты от гемофилии).

Сравнительная оценка по мультипликаторам. Медианный мультипликатор P/E за пять лет для акций «Гемабанка» составляет 12x, EV/EBITDA – 10x. По форвардным мультипликаторам на 2026 год акции оцениваются по P/E в 10,1x, а по EV/EBITDA – в 9,1x, что также предполагает дисконт к медианным значениям. Оценка рыночной капитализации по медианным мультипликаторам на горизонте следующих 12 месяцев соответствует **143 руб.** за одну акцию, что предполагает апсайд на уровне 18,5% к текущей стоимости бумаг.



Источник: «Цифра брокер»

Агрегированная оценка справедливой рыночной капитализации ПАО «ММЦБ» на основе двух методов составляет 157 руб. за одну акцию на горизонте следующих 12 месяцев. Потенциальная доходность от текущих уровней составляет 24%.

Ограничение ответственности

ООО «Цифра брокер» (ОГРН 1107746963785, 123112, Москва, 1-й Красногвардейский проезд, дом 15). Лицензия №045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен. Сайт: cifra-broker.ru. Телефон: +7 (495) 783-91-73. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты или операции могут не соответствовать вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). В приведенной информации не принимаются во внимание ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является вашей задачей. ООО «Цифра брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты и не рекомендует использовать данный материал в качестве единственного источника информации для принятия инвестиционного решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать. Источник информации, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации о ценных бумагах: e-dis-closure.ru.