

Гемабанк

Лидер в области хранения стволовых клеток в России

Мы представляем аналитическое исследование ПАО «ММЦБ» (Гемабанк) с рекомендацией **покупать** и целевой ценой **1 619,4 руб.** за одну обыкновенную акцию. Компания занимает лидирующие позиции на рынке хранения стволовых клеток пуповинной крови в России. Сохранение доминирующего положения на фоне поступательного роста проникновения услуг персонального хранения пуповинной крови позволит ей к 2033 г. увеличить выручку в 2,3 раза, EBITDA в 2,16 раза, чистую прибыль и дивиденды в 2,3 раза. Среди основных рисков мы выделяем снижение рождаемости в РФ и сохранение низкой информированности населения о преимуществах хранения стволовых клеток – ключевой фактор сдерживания роста уровня проникновения.

Лидерство на перспективном рынке... Россия занимает 49 место с уровнем проникновения 0,3%. Это ниже, чем, например, в Иране (2,2%), Грузии (1,0%) и Турции (0,36%). В умеренном сценарии мы предполагаем, что уровень проникновения будет постепенно расти и достигнет 0,6% к 2033 году. При этом выход на рынок эффективных препаратов на основе стволовых клеток и широкое освещение в СМИ придадут импульс росту проникновения. На примере Ирана проникновение может практически удвоиться на горизонте 4-х лет.

Гемабанк занимает лидирующие позиции на рынке: доля Компании на рынке хранения образцов оценивается в 40%+, в объёме новых сохранений ~ 55%.

... крупнейшая сеть региональных представителей и подключённых роддомов... Гемабанк обладает наиболее разветвлённой региональной сетью (85 городов и 1 260 роддомов), включающей все крупные города страны. В регионах Гемабанк представлен значительно больше, чем любой другой игрок, а во многих городах он является единственным.

... позволят существенно увеличить финансовые показатели. Мы ожидаем, что на горизонте 2023-33 гг. Гемабанк увеличит выручку в 2,3 раза, EBITDA в 2,16 раза, чистую прибыль и дивиденды в 2,3 раза.

Ключевыми сдерживающим факторами являются снижение рождаемости и низкий уровень роста реальных располагаемых доходов населения, сохранение низкого уровня информированности населения о потенциальной пользе хранения стволовых клеток.

Инструмент	
Отрасль	биотехнологии
Тикер	MCX:GEMA
Текущая цена*	1 082,5 руб.
Тек. капитализация	1,616 млрд руб.
Целевая цена	1 619,2 руб.
Рекомендация	Покупать
Потенциал	+49,6%

* Цена закрытия 25.01.2024

Предполагаемая стоимость	
Капитализация	2,417 млрд руб.
EV	2,451 млрд руб.
EV/S (2023)	8,4x
EV/EBITDA (2023)	15,1x
P/E (2023)	20,0x

Ключевые показатели, млн руб.				
Показатель	2022	2023о	2024п	2025п
Выручка	255	290	304	328
EBITDA	145	163	168	180
ЧП	98	138	135	145
EPS, руб.	66	92	91	97
Net Debt	152	38	-56	-8
Дивиденды*	120	138	135	145
Див., руб./акц.	80,2	92,1	90,6	97,2
Див. доход.**	10,4%	9,6%	8,4%	9,0%

* начисленные за финансовый год.

** отношение начисленных дивидендов к средней цене акции за год (2024-25 = 2023).

Динамика цены акции, руб.



Содержание

Инвестиционный обзор.....	3
Краткая информация о компании.....	3
Ключевые инвестиционные тезисы	3
Основные инвестиционные риски	4
Динамика котировок	5
Описание Компании и рынка присутствия.....	6
Описание Компании.....	6
Рынок банков стволовых клеток РФ	8
Прогноз финансовых показателей	11
Выручка.....	11
ЕВИТДА	11
Оборотный капитал	12
CAPEX.....	12
Финансовые обязательства.....	13
Чистая прибыль и дивиденды	13
Сводные финансовые показатели	14
Оценка.....	16
Доходный подход (DCF).....	16
Сравнительный подход (Peers).....	17
Итоговая оценка.....	18

Инвестиционный обзор

Краткая информация о компании

Гемабанк (ПАО «ММЦБ») – медицинская компания, лидер рынка среди банков стволовых клеток в РФ. Предлагает услуги сбора, выделения, криоконсервации и хранения клеток пуповинной крови и пупочного канатика. Сохраненный биоматериал используется для трансплантации и лечения более 100 различных заболеваний.

- ▶ **№ 1** в России и СНГ по количеству сохраняемых образцов – 40+ тыс. образцов на конец 2023 года, доля рынка ~ 40%.
- ▶ **№ 1** по количеству охваченных городов: представители и логистика в 85 городах России и СНГ, 1 260 роддомов подключены к системе.
- ▶ **57 успешных трансплантаций**, в том числе за рубежом, проведено из образцов пуповинной крови, сохраненных в Гемабанке.
- ▶ **Собственная лаборатория и криохранилище**, оборудованное в соответствии с требованиями международных стандартов GMP.

ПАО «ММЦБ» входит в холдинг «Артген биотех», экс – Институт Стволовых Клеток Человека (МОЕХ: АВЮ).

Ключевые инвестиционные тезисы

Лидерство на перспективном рынке, крупнейшая региональная сеть агентов и роддомов, разработка собственных препаратов на основе стволовых клеток создают базу для роста бизнеса Компании.

Перспективный рынок

Ключевым фактором роста объёма образцов на хранении является уровень проникновения сохранения пуповинной крови – объём сохранения в % от числа новорожденных. Россия занимает 49 место с уровнем проникновения 0,3%. Это ниже, чем, например, в Иране (1,3%), Грузии (1,0%) и Турции (0,36%).

В умеренном сценарии мы предполагаем, что уровень проникновения будет постепенно расти и достигнет 0,6% к 2033 году. При этом выход на рынок эффективных препаратов на основе стволовых клеток и широкое освещение в СМИ придадут импульс росту проникновения. На примере Ирана проникновение может практически удвоиться на горизонте 4-х лет.

Лидерство на рынке

Гемабанк занимает лидирующие позиции, как по числу хранящихся образцов, так и по сбору новых образцов.

Доля Компании на рынке хранения образцов оценивается в 40%+, в объёме новых сохранений ~ 55%.

Мы считаем, что Компания будет удерживать лидерские позиции за счёт высокой узнаваемости бренда и самой широкой региональной сети агентов и роддомов, подключённых к системе.

Широкое географическое присутствие

Гемабанк обладает наиболее разветвлённой региональной сетью (85 городов и 1 260 роддомов), включающей все крупные города страны.

В регионах Гемабанк представлен значительно больше, чем любой другой игрок, а во многих городах он является единственным.

Гемабанк имеет уникальный логистический сервис, позволяющий осуществлять оперативную доставку биоматериала практически из любой точки России и СНГ в лабораторию Компании в Москве.

Разработка собственных препаратов на основе стволовых клеток

В ближайшие 2 года Гемабанк планирует сформировать собственный портфель геннотерапевтических препаратов для дальнейшей разработки и внедрения, в первую очередь ориентируясь на такие заболевания, как гемофилия А, гемофилия Б, ВИЧ.

Получение положительных результатов позволит Компании существенно расширить целевой рынок и придать импульс уровню проникновения сохранения образцов пуповинной крови в России.

Основные инвестиционные риски

Доходы населения, падение рождаемости и низкая информированность населения являются факторами, сдерживающими рост рынка.

Демографическая ситуация в России и социальный фактор

Снижение рождаемости и низкий уровень роста реальных располагаемых доходов населения может негативно сказаться на темпе роста рынка, снижая общую потенциальную базу новых клиентов.

Низкая осведомлённость населения

Даже в условиях доминирующего положения Гемабанка на рынке, отсутствие общей стратегии повышения информированности населения о потенциальной пользе хранения стволовых клеток может привести к стагнации / снижению темпов роста рынка.

Динамика котировок

Динамика котировок ПАО «ММЦБ» за период с 03.01.2023 по 25.01.2024 г. составила +31%. Результат оказался хуже, чем динамика индекса широкого рынка Мосбиржи и Индекса компаний средней и малой капитализации, которые за тот же период выросли на 46% и 66% соответственно. Динамика котировок ММЦБ также существенно отставала по росту от головного холдинга «Артген биотех», акции которого за тот же период выросли на 76%.

Гемабанк регулярно выплачивает дивиденды, направляя 100% от чистой прибыли. Поэтому акции Компании растут в преддверии очередной отсечки. Так после публикации 01.08.2023 отчетности по РСБУ за 1П2023 по акциям Гембанка началось ралли, в ходе которого цена выросла на 28%. Ралли закончилось за день до даты отсечки на выплату дивидендов 25.09.2023.

После этого цена акций снижалась до начала Декабря 2023 и снова начала расти в преддверии очередной отсечки на выплату дивидендов за 3 кв. 2023.

Мы отмечаем, что после отсечки 25.12.2023 акции Гемабанка продолжили рост.

Динамика котировок Гемабанка (ПАО «ММЦБ») в сравнении с индексами и головной компанией ПАО «Артген биотех»



Источник: Мосбиржа https://www.moex.com/ru/issue.aspx?board=TOBR&code=GEMA&utm_source=www.moex.com&utm_term=GEMA

Описание Компании и рынка присутствия

Описание Компании

Гемабанк (ПАО «ММЦБ») – медицинская компания, лидер рынка среди банков стволовых клеток в РФ. Предлагает услуги сбора, выделения, криоконсервации и хранения клеток пуповинной крови и пупочного канатика. Сохраненный биоматериал используется для трансплантации и лечения более 100 различных заболеваний.

- ▶ **№ 1** в России и СНГ по количеству сохраняемых образцов – 40+ тыс. образцов на конец 2023 года, доля рынка ~ 40%.
- ▶ **№ 1** по количеству охваченных городов: представители и логистика в 85 городах России и СНГ, 1 260 роддомов подключены к системе.
- ▶ **57 успешных трансплантаций**, в том числе за рубежом, проведено из образцов пуповинной крови, сохраненных в Гемабанке.
- ▶ **Собственная лаборатория и криохранилище**, оборудованное в соответствии с требованиями международных стандартов GMP.

ПАО «ММЦБ» входит в холдинг «Артген биотех», экс – Институт Стволовых Клеток Человека (МОЕХ: АВЮ).

Артген биотех – биотехнологический холдинг, которому принадлежат как компании раннего роста, генерирующие положительный денежный поток, так и диверсифицированный портфель медицинских разработок, включающий препараты на разных этапах – недавно вышедшие на рынок / находящиеся на начальных стадиях разработки. Фокусными направлениями Холдинга являются генетические исследования, генная терапия, создание вакцин, разработка инновационных препаратов, в т.ч. для лечения раковых заболеваний, биобанкирование, клеточные технологии и тканевая инженерия.

Ключевыми направлениями бизнеса Гемабанка являются выделение, криоконсервация и хранение:

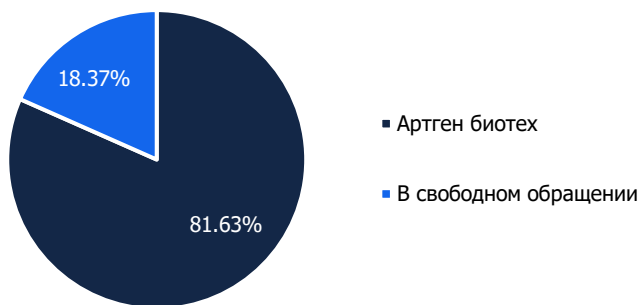
▶ Гемопоэтических стволовых клеток пуповинной крови (ГСК ПК)

Посредством трансплантации кроветворных клеток лечат онкогематологические заболевания (лейкозы), заболевания крови (например, различного рода анемии) и иммунной системы и некоторые наследственные заболевания. Кроме того, клетки пуповинной крови активно внедряются в регенеративную медицину для лечения ДЦП, аутизма, инсульта.

▶ Мезенхимальных стволовых клеток (МСК) и ткани пупочного канатика

Применение мезенхимальных клеток пупочного канатика находится на 1-2 фазах клинических исследований при лечении нескольких десятков заболеваний, среди которых: нарушения функции яичников, замедление старения организма, рассеянный склероз, почечная недостаточность, патология спинного мозга, сердечная недостаточность, болезнь Крона, ревматоидный артрит, трофические язвы, аутизм, метаболический синдром, инфаркт, инсульт, переломы, артрозы, цирроз печени, коронавирусная инфекция и многие другие тяжелые и трудноизлечимые болезни.

Структура владения ПАО «ММЦБ» (Гемабанк)



Источник: данные Компании

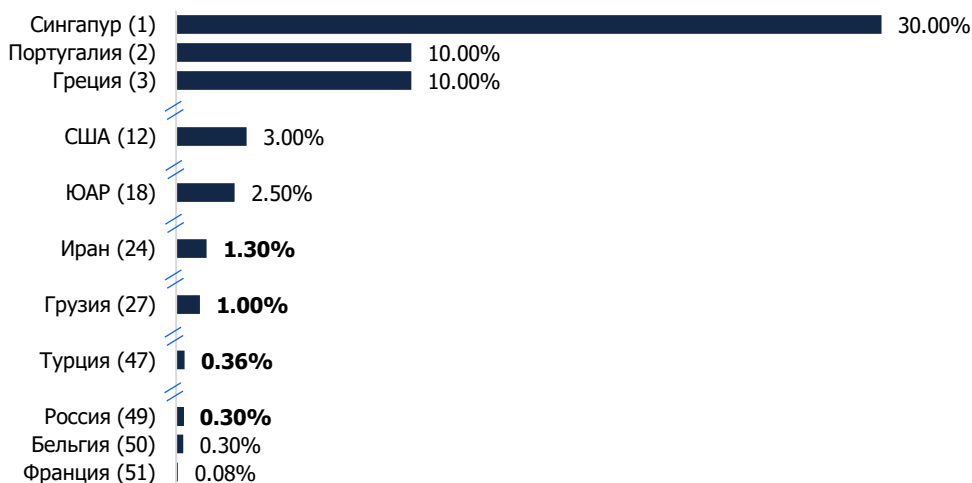
История развития

2003	Создание банка персонального хранения стволовых клеток пуповинной крови на базе РОНЦ им. Н.Н. Блохина РАМН. Основатель – Артур Исаев.
2005	Первая успешная трансплантация гемопоэтических СК ПК и периферических стволовых клеток (от родственных частично совместимых доноров / брата и отца / больному с нейробластомой IV стадии).
2008	Внедрение систем ERP и CRM для управления бизнес-процессами Компании и контроля за ними.
2014	Создание ООО «ММЦБ» для выделения бизнеса Гемабанка в профильную компанию.
2017	Введены новые услуги: сохранение ДНК и пупочного канатика.
2019	Перерегистрация Компании в качестве публичного акционерного общества. Первый успешный опыт заимствования Компании на публичном рынке долга – размещение биржевых облигаций на 30 млн руб. IPO 15 % акций Компании на Мосбирже.
2021	Выделение 3-х главных продуктов: ГСК пуповинной крови, МСК пупочного канатика, ткань пупочного канатика. По состоянию на конец 2021 года 47 образцов пуповиной крови было выдано для клинического применения — лечение лейкоза, нейробластомы, анемии Фанкони, синдрома Швахмана-Даймонда, ДЦП. Трансплантации проводились в России, США, Южной Корее, Грузии.
2022	Размещение второго выпуска биржевых облигаций на 200 млн руб.

Рынок банков стволовых клеток РФ

Ключевым фактором роста объема образцов на хранении является уровень проникновения сохранения пуповинной крови – объем сохранения в % от числа новорожденных. Россия занимает 49 место с уровнем проникновения 0,3%. Это ниже, чем, например, в Иране (1,3% – 2019 г.), Грузии (1,0%) и Турции (0,36%).

Рейтинг стран по уровню проникновения сохранения образцов пуповинной крови (данные: 2018-19 гг.)



Источник: Celltrials, BBC, анализ АЛОП БРОКЕР

Ключевым фактором роста проникновения является уровень информированности населения о широте применения образцов пуповинной крови для лечения тяжелых и трудноизлечимых болезней.

Кейс Ирана

На рынке банков стволовых клеток Ирана преобладает частно-государственная компания «Royan Stem Cell Technology», являющаяся самой крупной в данной сфере на Ближнем Востоке. Помимо неё, услуги по сбору и хранению пуповинной крови предоставляют некоторые больницы и мелкие компании.

За период 2019-23 гг. уровень проникновения в Иране вырос с 1,3% до 2,2%.

- ▶ В 2019 году объем образцов, собранных Royan Stem, составил 17,5 тыс. ед., за 1-й квартал 2023 – 8,5 тыс. (34 тыс. в годовом выражении) – 2-х кратный рост за 4 года.
- ▶ Рождаемость за аналогичный период увеличилась с 1,31 до 1,57 млн чел.

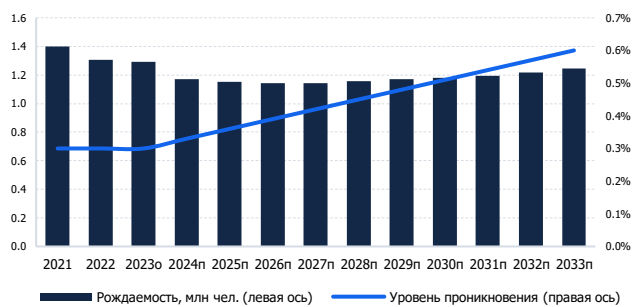
Royan Stem принадлежит биотехнологическому холдингу «Royan Institute», который занимает ведущие позиции в исследованиях стволовых клеток на Ближнем Востоке. В последнее время Royan Institute активно проводил исследования и разработки, направленные на расширение спектра применения пуповинной крови. Это включает в себя создание общедоступных препаратов, таких как глазные капли, средства для лечения ожогов и прочее. Такое расширение применения стволовых клеток способствует повышению осведомленности населения о возможностях терапии стволовыми клетками как редких, так распространенных заболеваний.

Кроме того, в Иране наблюдается постепенное снижение стоимости услуг. Страна начала выпускать собственные криохранилища, что позволяет снижать размер CAPEX при расширении объема хранения образцов.

Прогноз рынка банков стволовых клеток РФ

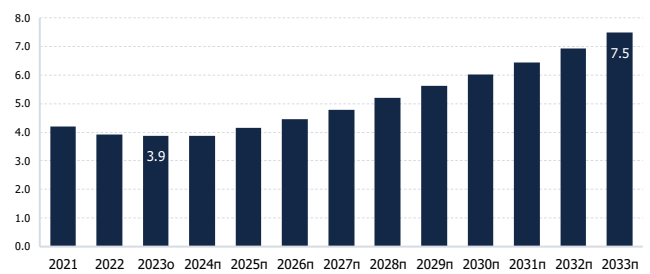
В умеренном сценарии мы предполагаем, что уровень проникновения будет постепенно расти и достигнет 0,6% к 2033 году. При этом выход на рынок эффективных препаратов на основе стволовых клеток и широкое освещение в СМИ придадут импульс росту проникновения. На примере Ирана проникновение может практически удвоиться на горизонте 4-х лет.

Рождаемость и уровень проникновения в России, 2021-2033 гг.



Источник: Росстата (средний вариант прогноза рождаемости), АЛОП БРОКЕР

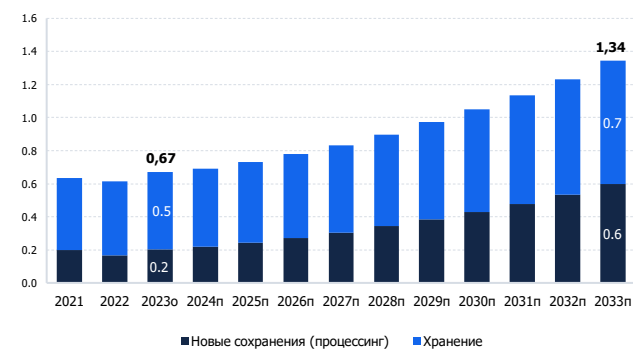
Объём сохранений образцов пуповинной крови в России, 2021-2033 гг., тыс. ед. / год



Источник: АЛОП БРОКЕР

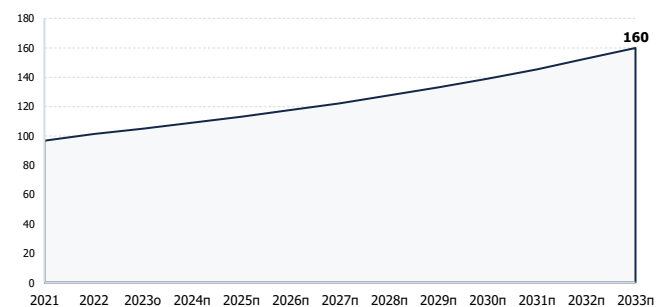
Рост проникновения с 0,3% в 2023 г. до 0,6% в 2033 г. обеспечит рост объёма рынка в денежном выражении на 100% до 1,34 млрд руб.

Объём рынка банков стволовых клеток в России, 2021-2033 гг., млрд руб.



Источник: Genescells, АЛОП БРОКЕР

Объём образцов пуповинной крови на хранении в России, 2021-2033 гг., тыс. ед.



Источник: АЛОП БРОКЕР

Факторы роста рынка

Рост востребованности образцов

На темпы роста востребованности услуги сохранения образцов пуповинной крови существенное положительное влияние окажет увеличение количества примеров практического применения стволовых клеток для лечения тяжёлых заболеваний и освещение в СМИ — как в России, так и в мире.

Ключевым фактором роста использования образцов пуповинной крови в последние годы является развитие регенеративной медицины в России, что продолжит оказывать позитивное влияние на рост уровня проникновения.

Развитие новых направлений использования стволовых клеток и НИОКР

Помимо стволовых клеток, банки предлагают сохранение мезенхимальных стволовых клеток и тканей пупочного канатика, а также стволовых клеток из пульпы зуба. Эти биоматериалы обладают большим потенциалом в регенеративной медицине, в том числе в рамках клинических исследований. Например, мезенхимальные стволовые клетки пупочного канатика изучаются в I/II/III фазах клинических исследований лечения сердечной недостаточности, пигментного ретинита, болезни Крон, ревматоидного артрита, цирроза печени, COVID-19,

сахарного диабета 1-го и 2-го типа и ряда других распространённых заболеваний. Многообещающие результаты в отношении эффективности и безопасности клеток пупочного канатика являются важным фактором для развития клеточных технологий и, как следствие, расширения услуг персональных и донорских банков пуповинной крови.

Создание лекарств на основе образцов пуповинной крови

Использование образцов пуповинной крови для создания лекарств является драйвером роста рынка в долгосрочной перспективе.

Гемабанк профинансировал исследование в целях разработки геннотерапевтических препаратов на основе стволовых клеток для лечения ВИЧ-инфекции, гемофилии и других заболеваний.

Клинический центр клеточных технологий (ГБУЗ «Самарский областной медицинский центр Династия») получил лицензию на производство биомедицинских клеточных продуктов для научно-исследовательских целей (создания продуктов на основе мезенхимальных стволовых клеток пупочного канатика).

В 2018 году специалистами «Самарского областного медицинского центра Династия» проведено исследование по оценке безопасности и эффективности метода трансфузии аллогенных гемопоэтических клеток пуповинной крови пациентам с расстройством аутистического спектра. Достигнуты положительные результаты.

Факторы, сдерживающие рост рынка

Низкая информационная осведомлённость

Главным препятствием на пути к росту уровня проникновения сохранения образцов пуповинной крови остаётся низкая осведомлённость потенциальных клиентов и доноров (беременных женщин) о терапевтических возможностях пуповинной крови. Наряду с этим необходимо формировать осведомлённость среди врачей и специалистов о ценности пуповинной крови.

Неопределённость правового регулирования применения пуповинной крови

Правовое регулирование в отношении применения пуповинной крови в РФ имеет множество пробелов. До сих пор отсутствует надлежащая нормативно-правовая база по обращению пуповинной крови и её компонентов, что является сдерживающим фактором развития клеточных технологий.

Падение рождаемости

По прогнозу Росстата рождаемость в России будет снижаться вплоть до 2027 гг., что говорит о снижении базы клиентов без учёта роста уровня проникновения.

Прогноз финансовых показателей

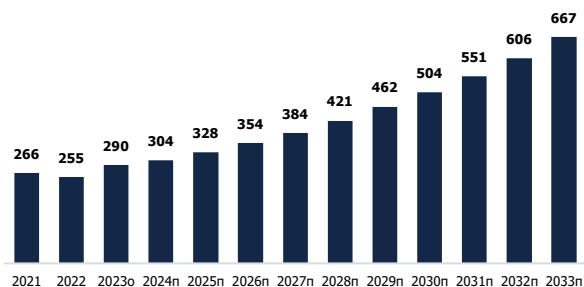
Выручка

Мы ожидаем, что на горизонте 2023-33 гг. Гемабанк увеличит выручку в 2,3 раза с 290 млн в 2023 г. (оценка) до 667 млн руб. в 2033 г.

Доля Гемабанка в общем объеме образцов на хранении в РФ составляет ~ 40%. При это в период 2021-23 гг. доля Компании в годовом объеме сохранений оставляла 55%+. Мы ожидаем, что Гемабанк сможет сохранить долю в годовом объеме сохранений. Это позволит Компании постепенно наращивать долю рынка в объеме образцов на хранении и, соответственно, общем объеме рынка в денежном выражении.

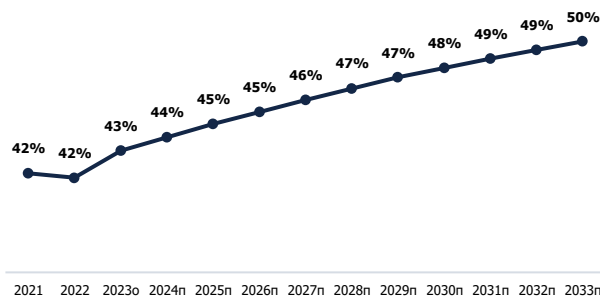
Мы ожидаем ускорение годового темпа роста выручки с 2028 года за счёт начала увеличения рождаемости. По среднему прогнозу Росстата в период 2023-27 гг. рождаемость будет ежегодно снижаться.

Выручка Гемабанка, 2021-2033 гг., млн руб.



Источник: Компания, АЛОП БРОКЕР

Доля рынка Гемабанка в денежном выражении, 2021-2033 гг.



Источник: АЛОП БРОКЕР

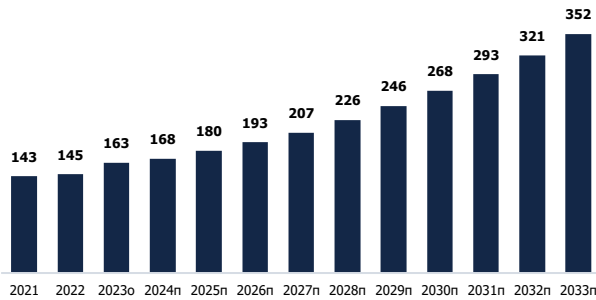
EBITDA

Мы ожидаем рост EBITDA Компании на горизонте 2023-33 гг. в 2,16 раза со 163 млн руб. в 2023 (оценка) до 352 млн в 2033 г., при снижении рентабельности с 56% до 53%.

Мы ожидаем, что общий рост выручки будет иметь экстраполирующий эффект на EBITDA Компании, однако рентабельность будет постепенно снижаться. Ключевой причиной будет являться специфика бизнес-модели Гемабанка:

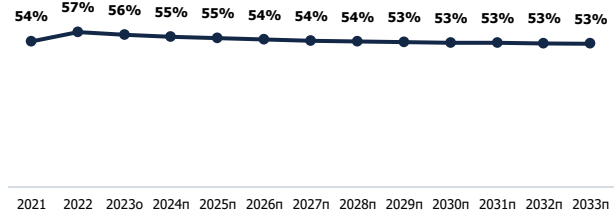
- ▶ Помимо годовых контрактов, Компания заключает контракты сроком на 5, 10 и 20 лет с фиксированной стоимостью, получая единовременную оплату за весь срок хранения в момент заключения.
- ▶ Выручка по длинным контрактам начисляется на основании цены, зафиксированной при заключении. При этом мы ожидаем, что расходы Компании будут расти на уровне инфляции.
- ▶ Разный темп роста выручки и расходов будет приводить к постепенному, незначительному снижению рентабельности по EBITDA.

ЕБИТДА Гемабанка, 2021-2033 гг., млн руб.



Источник: Компания, АЛОР БРОКЕР

Рентабельность по ЕБИТДА Гемабанка, 2021-2033 гг.



Источник: АЛОР БРОКЕР

Оборотный капитал

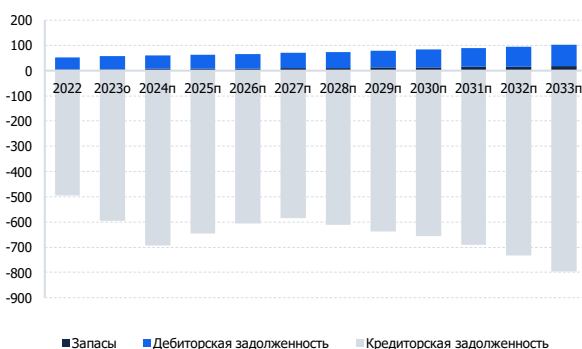
Схема авансовой оплаты по договорам хранения позволяет Гемабанку работать с отрицательным оборотным капиталом.

Компания получает оплату услуг хранения авансом, что позволяет работать с отрицательным чистым оборотным капиталом. На конец 2023 г. данный показатель оценочно составил (-535) млн руб., 184% от выручки.

Дебиторская задолженность в основном представлена задолженностью клиентов за услуги хранения. После окончания изначального срока договора клиент обычно не расторгает договор, и он автоматически продлевается. В этом случае начисленные, но не оплаченные услуги хранения формируют дебиторскую задолженность. Гемабанк постоянно ведёт работу по сбору платежей по таким договорам. Компания не утилизирует образцы даже в случае расторжения договора.

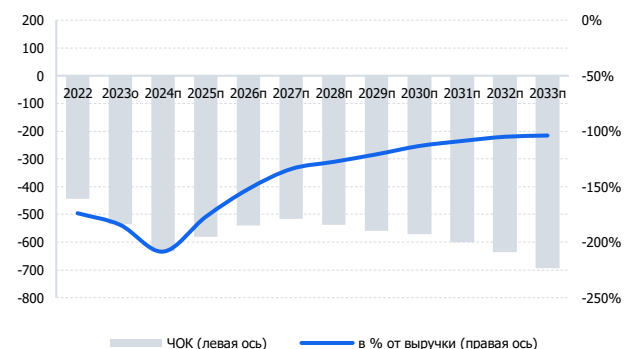
Мы ожидаем, что вместе с ростом объёмов сохранений и доли процессинга в выручке, отношение чистого оборотного капитала к выручке будет снижаться. Заключение новых договоров и продление текущих будут обеспечивать операционный приток денежных средств.

Структура чистого оборотного капитала Гемабанка, 2021-2033 гг., млн руб.



Источник: Компания, АЛОР БРОКЕР

Чистый оборотный капитал Гемабанка, 2021-2033 гг., млн руб.



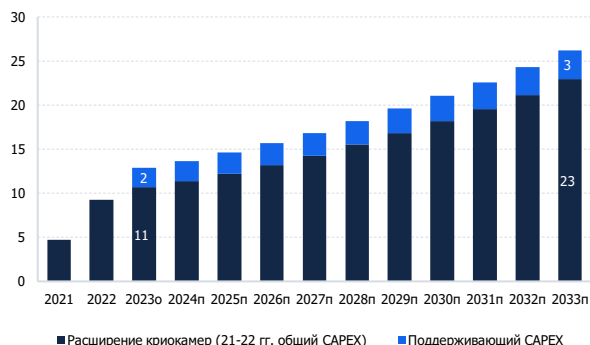
Источник: Компания, АЛОР БРОКЕР

CAPEX

При прогнозировании капитальных затрат мы исходили из того, что для увеличения объёма образцов на хранении Компании необходима покупка дополнительных криокамер. При этом доля CAPEX от выручки не будет превышать 4,5%.

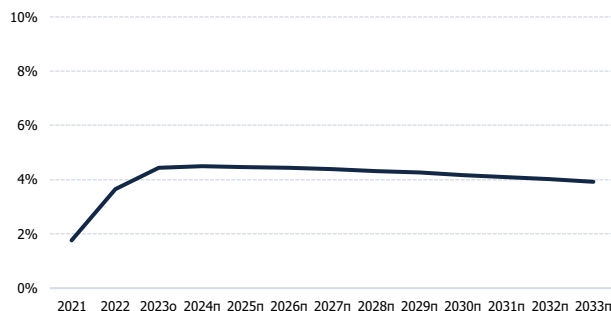
В остальном, за исключением незначительного поддерживающего CAPEX, капитальных вложений для расширения объёма хранения не требуется.

CAPEX Гемабанк, 2021-33 гг., млн руб.



Источник: Компания, АЛОР БРОКЕР

CAPEX в % от выручки Гемабанк, 2021-33 гг.



Источник: Компания, АЛОР БРОКЕР

Финансовые обязательства

Гемабанк – финансово устойчивая компания с показателем Net Debt / EBITDA – 0,2x по итогам 2023 г.

Долг Гемабанка сформирован двумя выпусками биржевых облигаций на общую сумму 228,1 млн руб.:

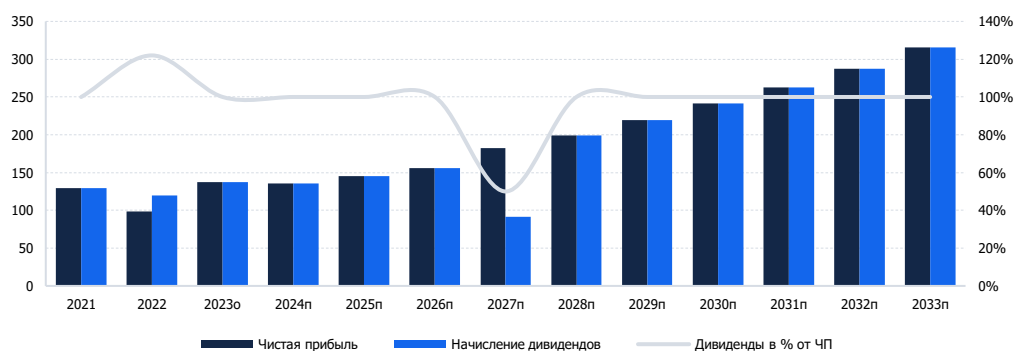
- ▶ Средневзвешенная процентная ставка составляет 13,8%, при этом Компания ежегодно получает компенсацию от Минэк РФ в размере 2/3 ставки рефинансирования ЦБ.
- ▶ Срок погашения облигаций: 2027 г. – 200 млн руб., 2029 г. – 28,1 млн руб.

Чистая прибыль и дивиденды

Исторически Гемабанк направляет на выплату дивидендов 100% чистой прибыли.

Мы ожидаем, что только в 2027 г. на дивиденды будет направлено не 100% чистой прибыли из-за потребности в погашении облигационного займа на 200 млн руб. (замещение долга собственным капиталом).

Чистая прибыль и дивиденды Гемабанк, 2021-33 гг., млн руб.



Источник: Компания, АЛОР БРОКЕР

Сводные финансовые показатели

Отчёт о прибылях и убытках (РСБУ)

Показатель, млн руб.	2022	2023о	2024п	2025п	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п	2031п	2032п	2033п
Выручка	254,7	290,2	303,7	328,0	354,3	384,1	420,8	461,7	504,3	551,5	605,5	667,2
Себестоимость	(51,7)	(65,3)	(70,3)	(77,5)	(85,3)	(94,1)	(104,7)	(116,2)	(125,1)	(138,2)	(153,4)	(170,7)
Валовая прибыль	203,0	224,9	233,4	250,6	268,9	289,9	316,1	345,5	379,2	413,2	452,2	496,5
<i>Валовая рентабельность</i>	<i>80%</i>	<i>78%</i>	<i>77%</i>	<i>76%</i>	<i>76%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>75%</i>	<i>74%</i>
Коммерческие расходы	(38,4)	(41,2)	(43,8)	(49,0)	(54,7)	(61,2)	(69,1)	(77,7)	(86,5)	(96,3)	(107,7)	(120,8)
Административные расходы	(26,0)	(28,5)	(29,6)	(30,3)	(30,9)	(31,5)	(32,2)	(32,9)	(33,6)	(34,3)	(35,1)	(35,2)
ЕВТДА	145,5	162,6	168,1	179,9	192,6	207,2	225,6	246,5	268,5	293,0	320,8	352,3
<i>ЕВТДА рентабельность</i>	<i>57%</i>	<i>56%</i>	<i>55%</i>	<i>55%</i>	<i>54%</i>	<i>54%</i>	<i>54%</i>	<i>53%</i>	<i>53%</i>	<i>53%</i>	<i>53%</i>	<i>53%</i>
Операционная прибыль	138,6	155,2	160,1	171,3	183,3	197,3	214,9	234,9	259,0	282,6	309,4	340,6
<i>Опер. рентабельность</i>	<i>54%</i>	<i>53%</i>	<i>53%</i>	<i>52%</i>	<i>52%</i>	<i>51%</i>	<i>51%</i>	<i>51%</i>	<i>51%</i>	<i>51%</i>	<i>51%</i>	<i>51%</i>
Процентные доходы	10,5	16,6	10,0	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Процентные расходы	(17,6)	(31,6)	(31,6)	(31,6)	(31,6)	(5,9)	(3,6)	(0,1)	-	-	-	-
Прочие доходы	16,4	24,5	24,7	25,3	25,8	14,4	14,1	13,1	14,1	15,2	16,4	17,8
Прочие расходы	(49,7)	(27,1)	(28,0)	(29,6)	(31,3)	(33,3)	(35,7)	(38,4)	(41,3)	(44,5)	(48,1)	(52,1)
Прибыль до налог. (ЕВТ)	98,2	137,5	135,3	145,1	155,9	182,1	199,3	219,2	241,5	263,0	287,4	315,9
<i>ЕВТ рентабельность</i>	<i>39%</i>	<i>47%</i>	<i>45%</i>	<i>44%</i>	<i>44%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>48%</i>	<i>48%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>
Налог на прибыль	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Чистая прибыль	98,2	137,5	135,3	145,1	155,9	182,1	199,3	219,2	241,5	263,0	287,4	315,9
<i>Чистая рентабельность</i>	<i>39%</i>	<i>47%</i>	<i>45%</i>	<i>44%</i>	<i>44%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>	<i>48%</i>	<i>48%</i>	<i>47%</i>	<i>47%</i>
Прибыль на акцию, руб.	65,8	92,1	90,6	97,2	104,4	122,0	133,5	146,8	161,8	176,1	192,5	211,6

Баланс (РСБУ)

Показатель, млн руб.	2022	2023о	2024п	2025п	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п	2031п	2032п	2033п
АКТИВЫ	885,9	1 299,7	1 398,8	1 352,0	1 315,2	1 158,0	1 212,2	1 213,9	1 238,2	1 277,6	1 325,8	1 397,2
Внеоборотные активы	749,3	1 045,1	1 048,5	1 052,1	1 056,0	1 060,2	1 065,0	1 070,3	1 079,0	1 088,2	1 098,0	1 109,1
НМА	90,3	88,6	86,8	85,1	83,4	81,6	79,9	78,2	76,5	74,7	73,0	71,3
Результаты исслед. и разработок	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Основные средства	51,13	56,12	61,2	66,5	72,2	78,2	84,7	91,7	102,1	113,1	124,5	137,4
Финансовые вложения	607,4	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0	900,0
Прочие внеоборотные активы	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Оборотные активы	136,6	254,5	350,4	299,9	259,3	97,8	147,2	143,6	159,2	189,3	227,8	288,1
Запасы	4,9	6,1	6,7	7,4	8,3	9,2	10,3	11,5	12,8	14,2	15,8	17,6
Дебиторская задолженность	46,8	52,6	53,8	55,9	58,2	60,7	63,8	67,3	70,9	75,0	79,5	84,7
Финансовые вложения	8,9	5,4	5,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ден. средства и эквиваленты	76,0	190,4	284,4	236,5	192,8	27,9	73,1	64,9	75,5	100,2	132,5	185,7
Прочие оборотные активы	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ПАССИВЫ	885,9	1 299,7	1 398,8	1 352,0	1 315,2	1 158,0	1 212,2	1 213,9	1 238,2	1 277,6	1 325,8	1 397,2
Капитал	148,8	463,1	462,5	465,0	467,7	542,5	569,6	574,6	580,1	585,5	591,6	598,7
Уставный капитал	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Переоценка внеобор. активов	(134,6)	165,0	165,0	165,0	165,0	165,0	165,0	165,0	165,0	165,0	165,0	165,0
Добавочный капитал	242,5	242,5	242,5	242,5	242,5	242,5	242,5	242,5	242,5	242,5	242,5	242,5
Резервный капитал	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Нераспределенная прибыль	40,6	55,4	54,9	57,3	60,0	134,9	161,9	166,9	172,5	177,8	183,9	191,1
Долгосрочные обязательства	716,7	817,3	916,8	867,1	827,2	606,4	632,1	629,1	647,2	680,5	721,8	785,2
Заемные средства	228,1	228,1	228,1	228,1	228,1	28,1	28,1	-	-	-	-	-
Прочие долгосроч. обязательства	488,6	589,2	688,6	639,0	599,1	578,3	604,0	629,1	647,2	680,5	721,8	785,2
Краткосрочные обязательства	20,4	19,3	19,6	19,9	20,3	9,1	10,6	10,3	10,9	11,6	12,4	13,3
Заемные средства	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	-	0,9	-	-	-	-	-
Кредиторская задолженность	6,1	4,9	5,2	5,5	6,0	6,4	7,0	7,6	8,2	8,9	9,7	10,6
Оценочные обязательства	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Прочие	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9

Отчёт о движении денежных средств (РСБУ)

Показатель, млн руб.	2022	2023о	2024п	2025п	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п	2031п	2032п	2033п
Денежные потоки от тек. опер.	241,1	220,9	231,2	91,9	113,0	146,9	223,3	241,2	255,0	292,2	325,0	375,3
Поступления от текущих операций	365,7	377,5	390,1	264,0	299,3	347,1	429,0	468,0	502,1	562,9	623,1	704,8
От продажи услуг	339,6	377,5	390,1	264,0	299,3	347,1	429,0	468,0	502,1	562,9	623,1	704,8
Прочие поступления	26,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Платежи по текущим операциям	(124,6)	(156,6)	(158,9)	(172,2)	(186,3)	(200,2)	(205,7)	(226,7)	(247,1)	(270,6)	(298,1)	(329,5)
Поставщикам и подрядчикам	(87,7)	(102,9)	(103,0)	(113,0)	(123,5)	(135,3)	(149,8)	(165,4)	(181,4)	(199,2)	(219,9)	(243,7)
В связи с опл. труда работников	(29,5)	(31,7)	(33,6)	(36,5)	(39,7)	(43,2)	(47,4)	(52,0)	(56,8)	(61,9)	(67,8)	(74,6)
Процентов по долговым обяз.	(3,7)	(16,5)	(16,5)	(16,5)	(16,5)	(14,6)	(0,9)	(1,0)	-	-	-	-
Налогов на прибыль	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Прочие платежи	(3,6)	(5,5)	(5,8)	(6,2)	(6,6)	(7,1)	(7,6)	(8,3)	(8,9)	(9,6)	(10,4)	(11,3)
Денежные потоки от инвест. опер.	(252,9)	16,3	(1,3)	2,8	(3,5)	(4,6)	(5,8)	(7,2)	(8,5)	(9,9)	(11,5)	(13,3)
Поступления от инвест. деятел.	0,9	27,1	10,0	15,1	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Возврат займов	-	10,5	-	5,4	-	-	-	-	-	-	-	-
Дивиденды, проценты	0,9	16,6	10,0	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Платежи по инвест деятельности	(253,8)	(10,7)	(11,4)	(12,2)	(13,2)	(14,2)	(15,5)	(16,8)	(18,1)	(19,5)	(21,1)	(22,9)
САРЕХ	(9,3)	(10,7)	(11,4)	(12,2)	(13,2)	(14,2)	(15,5)	(16,8)	(18,1)	(19,5)	(21,1)	(22,9)
Приобретение долей / акций	(99,0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Предоставление займов	(145,5)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Денежные потоки от фин. опер.	52,1	(122,8)	(135,8)	(142,6)	(153,2)	(307,3)	(172,2)	(242,3)	(235,9)	(257,6)	(281,3)	(308,8)
Поступления от фин. деятел.	200,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Выпуска акций	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Выпуск облигаций	200,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Платежи по фин. деятельности	(147,9)	(122,8)	(135,8)	(142,6)	(153,2)	(307,3)	(172,2)	(242,3)	(235,9)	(257,6)	(281,3)	(308,8)
Дивиденды и иные платежи	(141,1)	(122,8)	(135,8)	(142,6)	(153,2)	(107,3)	(172,2)	(214,2)	(235,9)	(257,6)	(281,3)	(308,8)
Погашение облигаций	(1,9)	-	-	-	-	(200,0)	-	(28,1)	-	-	-	-
Прочие платежи	(5,0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Сальдо денежных потоков	40,3	114,4	94,0	(47,9)	(43,7)	(165,0)	45,2	(8,3)	10,6	24,8	32,3	53,2
Денежные средства, бор	36,0	76,0	190,4	284,4	236,5	192,8	27,9	73,1	64,9	75,5	100,2	132,5
Денежные средства, еор	76,0	190,4	284,4	236,5	192,8	27,9	73,1	64,9	75,5	100,2	132,5	185,7

Источник: Компания, АЛОР БРОКЕР

Оценка

Доходный подход (DCF)

Мы оцениваем стоимость собственного капитала (Мсар) Гемабанк методом DCF на уровне 1,238 млрд руб., EV – 1,271 млрд.

Мы оценили стоимость собственного капитала Гемабанка на 25.01.2024 методом DCF со следующими параметрами средневзвешенной стоимости капитала 18,79% (WACC):

- ▶ Стоимость собственного капитала – 21,66% (CAPM). В качестве премии за инвестирование в акции РФ мы использовали значение на 01.01.2022 (6,42% Damodaran) – без учёта последующих геополитических событий, так как данная оценка произведена для внутренних инвесторов.
- ▶ Средневзвешенная стоимость долга – 13,84%.
- ▶ Доля долга в структуре капитала ($D/(E+D)$) – 36,6% (Damodaran, Healthcare Support Services, Emerging Markets).

Оценка стоимости собственного капитала (Мсар) Гемабанк

Показатель, млн руб.	2024п	2025п	2026п	2027п	2028п	2029п	2030п	2031п	2032п	2033п
FCF	236,3	96,1	116,3	147,2	208,7	225,4	236,9	272,7	303,9	352,4
WACC	18,79%	18,79%	18,79%	18,79%	18,79%	18,79%	18,79%	18,79%	18,79%	18,79%
Период дисконтир.	0,9	1,9	2,9	3,9	4,9	5,9	6,9	7,9	8,9	9,9
Фактор дисконтир.	0,9	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2	0,2
DCF	201,2	68,9	70,2	74,8	89,2	81,1	71,8	69,5	65,2	63,7
DCF прогноз периода	855,6									
Термин. стоимость	415,3									
EV	1 270,9									
Денежные средства*	195,0									
Финансовый долг*	-228,1									
Корректир. для Мсар	-33,1									
Мсар	1 237,8									

* на 31.12.2023 (факт)
Источник: Компания, АЛОР БРОКЕР

Сравнительный подход (Peers)

Мы оцениваем стоимость собственного капитала (МСар) Гемабанк методом компаний-аналогов на уровне 2,039 млрд руб., EV – 2,072 млрд, что соответствует:

- ▶ EV/S – 7,1x.
- ▶ EV/EBITDA – 12,7x.
- ▶ P/E – 14,8x.

В качестве аналогов мы подобрали 7 публичных компаний малой капитализации, работающих на рынке банкинга стволовых клеток пуповинной крови.

В качестве финансовых показателей аналогов мы использовали годовые данные, рассчитанные за последний доступный период 4 кв. 2022 – 3 кв. 2023.

При расчёте чистой прибыли, МСар и EV мы элиминировали процентные доходы и неоперационные активы компаний-аналогов в виде долгосрочных финансовых вложений. Процентные доходы и доходы от участия в других организациях были также элиминированы из чистой прибыли Гемабанка за 2023 г. для целей проведения оценки.

Компании-аналоги Гемабанка на международном рынке

все показатели переведены в млн долларов по курсу на 25.01.2024

Наименование	Тикер	Страна	Краткое описание	МСар	EV	Мультипликаторы			Фин. показатели			Рентабельность	
						EV/S	EV/EBITDA	P/E	Выручка	EBITDA	ЧП	EBITDA	ЧП
Medipost (CellTree bank)	078160	Южная Корея	Банк стволовых клеток, работающий в Южной Корее. Основана в 2000 году.	176,2	167,6	3,3x	-	-	51,0	-13,0	-0,4	-26%	-1%
StemCell Institute Inc.	7096	Япония	Компания занимается банкингом стволовых клеток и участвует в исследованиях и разработке медицинских методик, использующих стволовые клетки. Основана в 1999 году.	137,1	115,1	7,5x	55,7x	82,0x	15,3	2,1	1,7	14%	11%
Vita 34	V3V	Германия	Компания специализируется на сборе, обработке и криоконсервации стволовых клеток из пуповинной крови и ткани с фокусом на Германию, Польшу и Португалию. Разрабатывает медицинские продукты и лекарства на основе стволовых клеток и тканей. Основана в 1997 году.	99,2	115,9	1,4x	-	-	81,6	-13,3	-27,3	-16%	-33%
Bionet Corp.	1784	Тайвань	Компания предоставляет услуги банкинга пуповинной крови в Тайване. Основана в 1999 году.	88,8	86,2	2,4x	16,9x	33,3x	35,2	5,1	2,7	14%	8%
Cryo-Cell International	CCEL	США	Компания по обработке и криогенному хранению стволовых клеток из пуповинной крови для семейного использования. Основана в 1989 году.	44,8	56,1	1,8x	9,1x	17,9x	31,2	6,1	2,5	20%	8%
Cryosite	STE	Австралия	Компания работает в 2-х ключевых направлениях: (1) хранение образцов пуповинной крови и тканей; (2) логистика клинических испытаний (транспортировка, хранение и управление биологическими образцами, реагентами и другими материалами, необходимыми для клинических испытаний). Основана в 1999 году.	23,9	21,9	2,8x	14,5x	25,8x	7,8	1,5	0,9	19%	12%
Медиана				-	-	2,4x	14,5x	25,8x	-	-	-	14%	8%
Станд. откл.				-	-	2,3x	18,3x	27,8x	-	-	-	-	-
в % от медианы				-	-	81%	109%	108%	-	-	-	-	-

Источник: Yahoo Finance, АЛОР БРОКЕР

В качестве финансовых показателей Гемабанка мы использовали оценочные показатели по выручке, EBITDA, чистой прибыли на 2023 г. и фактические данные по долгу и остатку денежных средств на 31.12.2023.

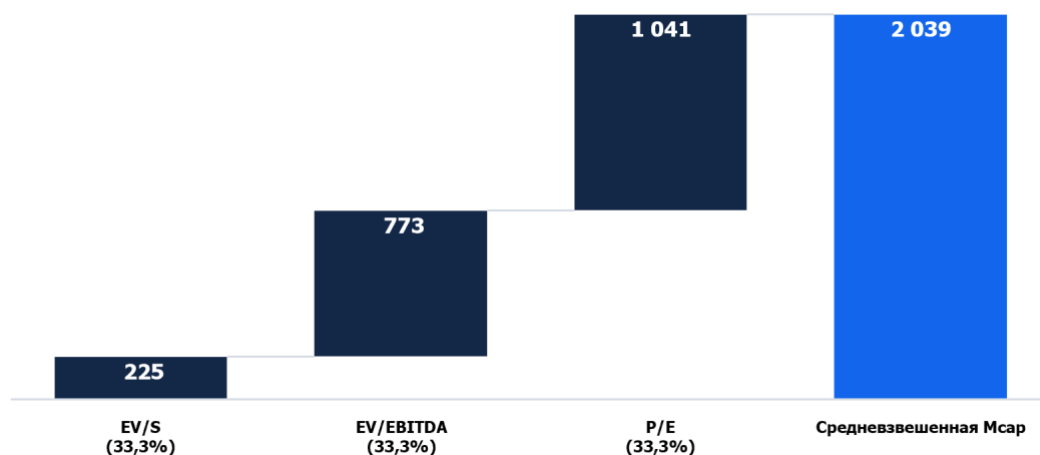
Мы отмечаем, что медианные показатели рентабельности по EBITDA и чистой прибыли аналогов существенно ниже показателей Гемабанка:

- ▶ EBITDA: аналоги – 14%, Гемабанк – 56%.
- ▶ Чистая прибыль: аналоги – 8%, Гемабанк – 47%.

Мы присвоили значениям каждого мультипликатора EV/S, EV/EBITDA и P/E одинаковые веса – по 1/3.

Для оценки МСар мы скорректировали полученные оценки на основании мультипликаторов EV/S и EV/EBITDA на Чистый долг в сумме 33,1 млн руб. на 31.12.2023.

Оценка капитализации (МСар) Гемабанка на основании сравнительного подхода, млн руб.



Источник: АЛОП БРОКЕР

Итоговая оценка

Итоговая стоимость собственного капитала (МСар) Гемабанка на основании доходного и сравнительного подхода с учётом стоимости неоперационных активов на 25.01.2024 составляет 2,417 млрд руб., цена акции – 1 619,2 руб., upside +49,6% к цене закрытия 25.01.2024 (1 082,5 руб.):

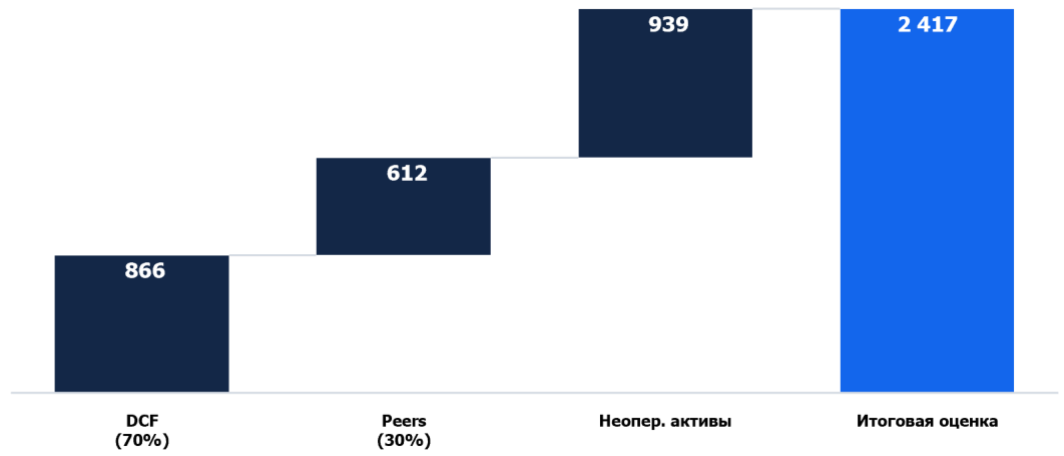
- ▶ EV/S – 8,4x (аналоги – 2,4x)
- ▶ EV/EBITDA – 15,1x (14,5x)
- ▶ P/E – 20,0x (25,8x)

Стоимость не операционных активов Гемабанка составляет **939,3 млн руб.:**

- ▶ Акции ПАО «Артген биотех» (головной компании), 7,5 млн шт., с рыночной стоимостью по цене закрытия на 25.01.2024 – 804,3 млн руб.
- ▶ Займ, выданный головной компании ПАО «Артген биотех», в сумме 135 млн руб. (на 31.12.2023).

При проведении итоговой оценки мы присвоили методу DCF больший вес – 70%, так как он учитывает особенности бизнеса Компании и российского рынка банков стволовых клеток.

Итоговая оценка капитализации (МСар) Гемабанка с учётом не операционных активов, млн руб.



Источник: АЛОР БРОКЕР

Контакты

ООО «АЛОР +»

ИНН: 7709221010

Телефоны:

+7 495 980-24-98

+7 800 775-11-99

Адрес:

Москва, 115162, ул. Шаболовка, дом 31Г, 5 подъезд, 4 этаж (вход со стороны улицы Шаболовка)

E-mail: info@alor.ru

Ограничение ответственности

ООО «АЛОР +», ИНН:7709221010, КПП:772501001. Брокерские услуги предоставляются ООО «АЛОР +» на основании Лицензии № 077-04827-100000, выданной ФСФР России. Депозитарные услуги предоставляются ООО «АЛОР +» на основании Лицензии ФСФР № 077-10965-000100 от 22.01.2008 г. Сведения об инвестиционном советнике ООО «АЛОР +» внесены в реестр Банком России 21.12.2018 года. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация материалов презентации в любых целях запрещены.

Представлена аналитическая информация. Не является инвестиционной рекомендацией, в том числе индивидуальной.

Источник информации, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством Российской Федерации о ценных бумагах: <https://www.e-disclosure.ru/portal/company.aspx?id=37646>.

Презентация Компании: <https://invest.gemabank.ru/prezentatsii.html>.

Настоящий информационный материал не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией в значении статьи 6.1. и 6.2. Федерального закона от 22.04.1996 №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» и, если применимо, иных нормативных актов Российской Федерации. Любое лицо, ознакомляющееся с настоящим информационным материалом, не должно воспринимать его как адресованную лично ему индивидуальную рекомендацию по приобретению/размещению ценных бумаг и должно учитывать, что информация о ценной бумаге, которая содержится в настоящем документе:

а) Подготовлена и предоставляется обезличено и не на основании какого-либо договора об инвестиционном консультировании, а также не на основании инвестиционного профиля получателя информации.

б) Представляет собой универсальные для всех лиц сведения, в том числе общедоступные для всех сведения. Она может не соответствовать инвестиционному профилю получателя информации и (или) юридического лица, в котором получатель информации является работником (лицом, оказывающим услуги юридическому лицу на основании договора), не учитывать его (их) индивидуальные предпочтения и ожидания по уровню риска и/или доходности и, таким образом, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией персонально ему (им).

Получатель настоящего информационного материала должен осознавать, что:

а) Само по себе направление настоящего информационного материала и коммуникации с его получателем, связанные с направлением такого материала, не являются предоставлением услуг по инвестиционному консультированию ни на возмездной, ни на безвозмездной основе.

б) Рекомендации в отношении ценных бумаг могут быть предоставлены получателю настоящих материалов только на основании отдельного возмездного договора на условиях, согласованных сторонами такого договора, в соответствии с инвестиционным профилем, присвоенным такому лицу инвестиционным консультантом на основании ожидаемой таким лицом доходности инвестиций, сроков планируемых инвестиций, а также допустимом риске убытков.

в) Как Эмитент, так и инвесторы (потенциальные приобретатели ценных бумаг) и (или) иные получатели настоящего информационного материала должны принимать решение о размещении/приобретении ценных бумаг самостоятельно, проведя надлежащий анализ финансовых и иных рисков, связанных с такими действиями и (или) при необходимости привлекая профессиональных консультантов.