

Здоровые инвестиции

Обзор торгующихся на МосБирже компаний сектора здравоохранения

17 АВГУСТА 2023



Здоровые инвестиции

Обзор представленных на МосБирже компаний сектора здравоохранения

- На западных рынках традиционно принято считать инвестиции в сектор здравоохранения защитными. Крупнейшие эмитенты в этом сегменте на рынке США – транснациональные производители вакцин и медицинских препаратов со стабильным бизнесом. Российский сектор здравоохранения на Московской бирже пока не так развит, однако инвесторам доступны акции и облигации медицинских компаний – Европейского медицинского центра (ЕМС), MD Medical Group и «Медси».
- Российский рынок медицинских услуг быстро растет: по итогам 2022 года его объем оценивался в 5,5 трлн руб. (рост на 16% с уровня 2021 года). Наибольшая доля расходов на здравоохранение (82%) приходится на государство. Сектор частной коммерческой медицины растет медленнее (в 2018–2022 годах в среднем на 9% ежегодно), но по итогам 2022 года его объемы уже достигли 750 млрд руб.
- Все три компании сектора, представленные на Московской бирже, работают в сфере коммерческих медицинских услуг, но бизнес-модели у них разные.
- **ЕМС** – один из ведущих игроков на рынке, нацеленный на премиальный сегмент здравоохранения. ЕМС оказывает услуги широкого профиля и наращивает специализацию в лечении онкологических заболеваний. Компания отличается высокой маржинальностью (рентабельность по EBITDA около 40%) и щедрой дивидендной политикой (акционерам выплачивается до 100% чистой прибыли по МСФО). Реализация стоимости компании на бирже зависит от перспектив редомициляции и возобновления дивидендных выплат – на данный момент накопленная дивидендная доходность акций ЕМС (за все периоды начиная с 2П21) превышает 12%.
- **MD Medical Group** (группа компаний «Мать и дитя») также работает в премиальном сегменте и предоставляет клиентам услуги, связанные со здоровьем матери и ребенка. Спрос на перинатальную и репродуктивную медицину остается стабильным, несмотря на снижение рождаемости в России. При этом компания диверсифицирует выручку и развивает другие направления медицинских услуг, в том числе лечение онкологических заболеваний. Группа в большей степени, чем ЕМС, представлена в регионах, и увеличение посещаемости ее больниц и поликлиник за пределами Московской агломерации может стать одним из факторов роста выручки.
- **Медси** работает в среднем ценовом сегменте и показывает годовые темпы роста выручки выше, чем в среднем по рынку. Компания пока только рассматривает возможность первичного размещения акций на бирже, однако на торговой площадке уже доступны ее облигации, имеющие привлекательные спреды к ОФЗ. В сеть «Медси» входит более 130 медучреждений широкого профиля. Активные инвестиции в строительство новых клиник и покупка активов позволяют компании расти быстрее конкурентов.
- Один из основных факторов роста финансовых показателей в секторе – расширение сети больниц и поликлиник как за счет строительства, так и покупки других игроков. Все три компании сохраняют инвестиционную активность: ЕМС создает ведущий в России центр по лечению онкологических заболеваний в Москве, MD Medical Group инвестирует около 9 млрд руб. в строительство больниц в Москве, компания «Медси» недавно приобрела сеть региональных клиник и также планирует инвестиции в строительство онкологического стационара в Москве.
- Точкой роста бизнеса для частных клиник является консолидация. Рынок сильно фрагментирован – доля выручки трех крупнейших медицинских сетей составляет лишь 10%. Это открывает возможности для неорганического роста.
- Тарифы медцентров, как правило, быстро реагируют на изменение валютных курсов, поэтому ослабление рубля не должно сильно отразиться на операционных показателях частных клиник в 2023 году.

Рынок платных медицинских услуг в России

СКОЛЬКО ДЕНЕГ В РОССИИ ТРАТИТСЯ НА ЗДРАВООХРАНЕНИЕ?

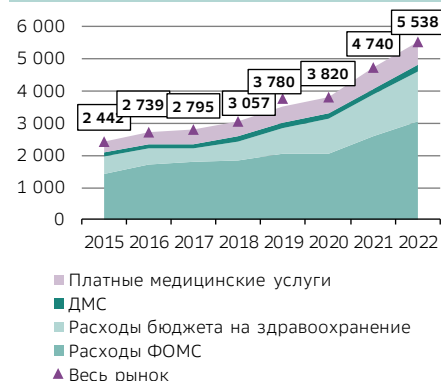
Расходы на здравоохранение в России растут быстрее, чем ВВП. В 2022 году траты на здравоохранение в РФ достигли 5,5 трлн руб. (рост на 16% относительно 2021 года). Основную долю этих расходов берет на себя государство: с 2015 года доля бюджетных расходов на рынке здравоохранения не опускалась ниже 75%. Это как финансирование Фонда обязательного медицинского страхования (ФОМС), благодаря которому бесплатную медицинскую помощь могут получать все граждане России, так и прямые бюджетные расходы на здравоохранение. При этом годовые темпы роста расходов бюджета на медицину в период с 2018 по 2022 год превысили 13,5%. Расходы населения на платные медицинские услуги (частная коммерческая медицина) в 2022 году составили 13% (750 млрд руб.) от совокупных расходов на здравоохранение. Сектор коммерческой медицины в 2018–2022 годах в среднем рос на 9% в год (CAGR).

ПОЧЕМУ РАСХОДЫ НА МЕДИЦИНУ РАСТУТ?

- Пандемия коронавируса ускорила рост бюджетных расходов на медицину и привела к краткосрочному повышению спроса на медицинские услуги. Этот спрос останется повышенным и в долгосрочной перспективе, поскольку люди стали внимательнее относиться к своему здоровью.
- Одной из главных причин увеличения расходов остается рост доли пожилого населения России. Повышение средней продолжительности жизни с 2000-х годов наряду с падением рождаемости привели к дисбалансу в демографической картине. По оценке Росстата, на 1 января 2022 года 35 млн россиян были старше трудоспособного возраста (в 2012 году – 32,5 млн человек). Это долгосрочный тренд: по расчетам ВШЭ, количество россиян старше 65 лет будет постоянно увеличиваться до 2050–2060 гг. Как следствие, большее количество людей будет нуждаться в медицинской помощи.
- Среди других факторов роста – повышение внимания государства к лечению сложных заболеваний, в первую очередь онкологии. В России с 2019 года действует федеральный проект «Борьба с онкологическими заболеваниями». Объемы ежегодного финансирования проекта с 2020 года превышают 100 млрд руб. (188 млрд руб. в 2023 году). Но, несмотря на это, обеспеченность оборудованием для лечения онкологических заболеваний пока недостаточна. По данным МНИОИ им. П.А. Герцена, существующие мощности в лучевой терапии обеспечивают 63% потребности – 153,3 тыс. пациентов в год, что меньше половины пациентов, у которых впервые выявляются злокачественные новообразования. В целом объем рынка услуг по лечению онкологии в России прогнозировался НЭО Центром на уровне 480 млрд руб. в 2023 году.

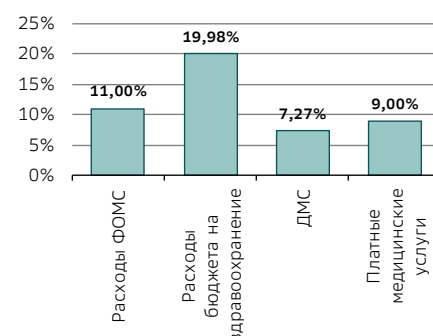
Еще одно важное направление финансирования – высокотехнологичная медицинская помощь (ВМП). Таких программ три: ВМП-I включена в ОМС, ВМП-II – нет и финансируется напрямую. Еще есть ВМП-III, которая также находится за пределами ОМС и включает уникальные методы лечения сердечно-сосудистой-хирургии и трансплантации органов. Объем финансирования ВМП-II в 2022 году составил 109,9 млрд руб.

Расходы государства и населения на здравоохранение растут, млрд руб.



Источник: Минфин, НЭО Центр, Biznesstat, Medsu

CAGR сегментов рынка здравоохранения в 2018–2022 годы



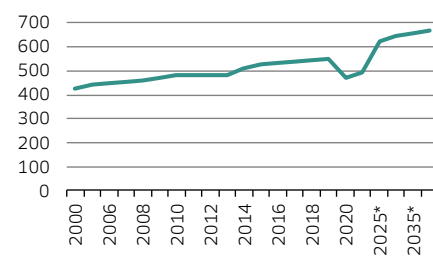
Источник: SberCIB

Доля трудоспособного населения снижается



Источник: Росстат

Количество онкобольных растет, тыс. человек



* прогноз Globcan 2020

Источник: Росстат, Globcan

Есть ли потенциал для дальнейшего роста?

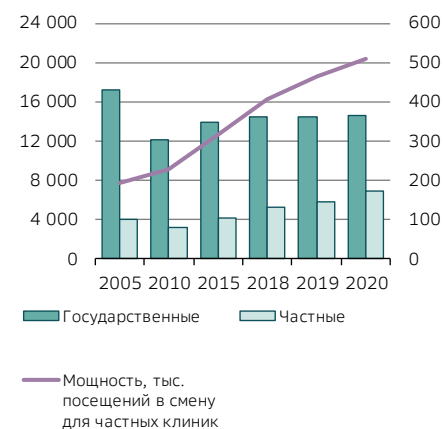
- Рынок медицинских услуг в России быстро развивается. Об этом, в частности, говорят результаты опросов: в 2022 году каждый второй россиянин положительно отозвался об оказанной медицинской помощи (38% в 2019 году, [ВЦИОМ](#)). Положительная динамика, вероятно, объясняется улучшением качества медицинской помощи за время пандемии, а также увеличением количества частных клиник и оптимизацией государственных медицинских учреждений. Масштабная медицинская инфраструктура России была недостаточно эффективной. По количеству коек в больницах и врачей – соответственно 7,1 и 3,8 на 1 тыс. человек (данные за 2020 год) – Россия находится на одном уровне с развитыми странами. К примеру, для Германии эти показатели составляют соответственно 8 и 4 на 1 тыс. человек. В РФ система постепенно оптимизируется: по данным Росстата, число больничных коек сократилось с 1,6 млн в 2004 году до 1,16 млн (минус 27%) в 2021 году, что, впрочем, не привело к снижению доступности медицинской помощи.
- С 2005 года количество частных поликлиник в России выросло на 70% – с 4 тыс. до 6,9 тыс., а их суммарная мощность превысила 500 тыс. посещений в смену. С больничными стационарами ситуация хуже – негосударственных организаций, по данным на 2020 год, было всего 344 (государственных – более 5 тыс.). Это гораздо более сложные для строительства и эксплуатации медицинские учреждения.
- Доля расходов Московского региона на коммерческую медицину стабильно составляет около 36–37%. Таким образом, у частных медицинских центров сохраняется потенциал для роста за счет более активного выхода в регионы.
- Текущие расходы на здравоохранение (как частные, так и государственные) в расчете на человека в России пока отстают от развитых стран. По данным ВОЗ, в 2020 году в РФ расходы на здравоохранение в расчете на одного человека достигли \$774, что, например, почти в три раза меньше, чем в ОАЭ, и почти в восемь раз меньше, чем в Германии. Перспективы увеличения расходов на медицину связаны с благосостоянием среднего класса и уровнем потребительской уверенности. Как показывают результаты исследования SberCIB Investment Research «Потребительский индекс Иванова», доля респондентов, которые экономят на медицинских товарах, с начала пандемии снизилась с исторического значения 20% почти до нуля. Хотя доля расходов Ивановых на медицину сравнительно небольшая (5%), для сектора позитивно повышение потребительской уверенности, о котором говорят результаты опроса.

Расходы на здравоохранение на человека в России пока отстают от развитых стран, \$ на душу населения

	2017	2018	2019	2020
США	9 904	10 285	10 661	11 702
Германия	5 065	5 504	5 478	5 930
ОАЭ	1 726	1 915	1 947	2 192
Россия	580	609	654	774
Китай	441	505	540	583

Источник: ВОЗ

Количество частных клиник растет



Источник: Росстат

Доля Московского региона в коммерческой медицине остается высокой



Источник: SberCIB, Бизнесстат, НЭО Центр

Развитие частной медицины: перспективы отдельных компаний

- В 2023 году расходы населения на медицинские услуги могут достичь около 760 млрд руб. (рост на 9% год к году), динамика останется на уровне 2022 года (годовой рост на 9%) – по данным Медси.
- В секторе частной медицины высокая конкуренция. Всего можно выделить более 200 частных компаний, однако доля топ-5 составляет лишь 13%. При этом три крупнейшие компании представлены на МосБирже – это Медси (торгуются облигации), «Мать и дитя» (акции) и Европейский медицинский центр (акции). Суммарно выручка трех компаний за 2022 год достигла 85 млрд руб., что составляет 11% всей выручки сектора.
- Медси, «Мать и дитя» и EMC работают в разных сегментах рынка, придерживаются различных бизнес-стратегий и показывают разную динамику финансовых показателей. Так, выручка Медси в прошлом году достигла 36 млрд руб. (рост на 20% г/г) при 1,5 млн уникальных пациентов (плюс 47% г/г). Медси ориентирована на широкую аудиторию и быстро растет в том числе за счет приобретения других компаний. Выручка компании «Мать и дитя» по итогам 2022 года осталась на уровне 25 млрд руб., а количество посещений в смену сократилось на 7,6% до 576 тыс. Это последствия завершения пандемии Covid-19 – в разгар пандемии компания открыла специализированную больницу для лечения коронавируса. У EMC выручка в прошлом году сократилась на 5% до 23,3 млрд руб., а количество посещений упало на 20% до 470 тыс. в год. На показателях сказался отъезд состоятельных россиян за рубеж – компания ориентирована на премиальный сегмент медуслуг.

КАК ОТЛИЧАЮТСЯ БИЗНЕС-МОДЕЛИ КРУПНЕЙШИХ ЧАСТНЫХ МЕДЦЕНТРОВ

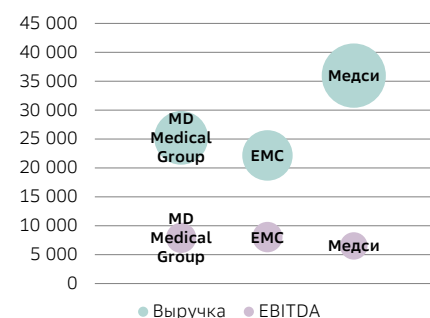
- Бизнес-модель компаний «Медси» и «Мать и дитя» представляет собой трехуровневую систему, в основании которой стоят поликлиники широкого профиля, где оказывается первичная медицинская помощь взрослым и детям. Преимущественно это учреждения в Московском регионе. Следующий уровень модели – диагностические центры и региональные хабы, предоставляющие услуги расширенной диагностики. В случае «Мать и дитя» региональные клиники в основном оказывают услуги ЭКО и диагностики, связанной с этой процедурой. Верхний уровень – больницы, выполняющие комплексные, а также наиболее дорогостоящие операции, в том числе по ОМС. Всего у Медси 130 медучреждений, а у «Мать и дитя» – 49. При этом существенную долю выручки «Мать и дитя» обеспечивают именно больницы.
- EMC работает в премиальном сегменте платной медицины, поэтому бизнес-модель компании строится, во-первых, на обслуживании состоятельных пациентов, которым требуется специализированная помощь, в том числе в лечении онкологии, а во-вторых, на проведении комплексных операций по ОМС. Такая бизнес-модель не предусматривает «точки входа» в виде поликлиник широкого профиля. Всего в группе десять медучреждений: семь многопрофильных клиник, гериатрический медицинский центр, родильный дом и реабилитационный центр.

Медси – крупнейший частный игрок на российском рынке, 2022 год



Источник: компании

Сравнение частных игроков по размеру выручки и EBITDA, 2022 год, млн руб.



Источник: SberCIB

Пример вертикальной бизнес-модели сети медицинских центров



Источник: SberCIB

- Профиль компаний отражается на операционных показателях: средний чек в «Мать и дитя» составляет 146 тыс. руб. из-за высокой стоимости отдельных процедур в Москве – ЭКО (279 тыс. руб.) и родов (483 тыс. руб.), в EMC этот показатель равен 23 тыс. руб., в «Медси» – 3 тыс. руб.

Сильные стороны отрасли

- Начиная с 2020 года медицинские учреждения бессрочно пользуются нулевой ставкой налога на прибыль. Ранее эта мера была временной, но срок ее действия регулярно продлевался.
- Частные компании могут оказывать медицинскую помощь и проводить сложные операции по ОМС. Хотя это не самый рентабельный сегмент бизнеса, он позволяет привлекать новых клиентов и конкурировать с федеральными больницами.
- Компании имеют высокий уровень маржинальности и низкую долговую нагрузку.
- В секторе низкий уровень консолидации, что открывает для крупнейших игроков возможности для роста за счет слияний и поглощений.

Риски сектора и ценных бумаг

- Главный фактор риска для развития рынка здравоохранения в России – ухудшение демографии. В 2022 году население России сократилось на 555 тыс. человек, тогда как, согласно переписи 2021 года, численность населения была более чем на миллион человек больше, чем предварительная оценка на 1 января 2022 года. Суммарный коэффициент рождаемости в России колеблется около 1,5.
- Увеличение дефицита бюджета, ускорение инфляции и снижение экономической активности могут привести к тому, что население будет чаще делать выбор в пользу бесплатной медицинской помощи.
- Частные медицинские компании могут столкнуться с нехваткой иностранных препаратов и медицинского оборудования из-за геополитической напряженности. По данным эмитентов, это контролируемый риск.
- Ликвидность расписок компании «Мать и дитя» и EMC ограничена. При IPO обе компании размещали депозитарные расписки, поэтому существенную долю акционеров составляют иностранные инвесторы. Ликвидность в этих бумагах, которая и так не была высокой, снизилась из-за того, что доли иностранцев в российских акциях были заблокированы.

Компании предлагают похожий спектр услуг

	Медси	MD Medical Group	EMC
ПЭТ	-	-	+
Лучевая терапия	+	+	+
Кардиохирургия	+	+	+
Нейрохирургия	+	+	+
Реабилитация	+	+	+
Акушерство	-	+	+
Репродуктивная медицина	+	+	+
Стоматология	+	+	+
Урология	+	+	+
Офтальмология	+	+	+
Педиатрия	+	+	+
Ортопедия и травматология	+	+	+
Эстетическая медицина	+	+	+
Скорая помощь	+	+	+
Дерматология	+	+	+
Уход за пожилыми людьми	-	-	+

Источник: НЭО-Центр

Денежные потоки и долг частных медицинских компаний в 2022 (МСФО), млрд руб.

	Мать и дитя	EMC	Медси
Выручка	25,22	22,18	35,98
ЕБИТДА (ОИВДА для Медси)	7,92	8,04	6,50
Рентабельность по ЕБИТДА (ОИВДА)	31,4%	36,2%	18,1%
Операционный денежный поток	6,48	7,96	5,78
Инвестиции и приобретения	-1,10	-4,81	-8,95
Свободный денежный поток	5,38	3,15	-3,17
Краткосрочные обязательства	0,00	4,65	6,43
Долгосрочные обязательства	0,00	8,69	3,30
Лизинговые обязательства	0,60	2,76	5,63
Денежные средства	4,46	4,12	3,56
Чистый долг	-3,87	11,98	11,80
Чистый долг/ЕБИТДА (ОИВДА)	-0,5	1,5	1,8

Источник: SberCIB

EMC – премиальная медицина

Европейский медицинский центр (EMC) – один из лидеров частной медицины, работающий в премиальном сегменте. Компания отличается высокой рентабельностью (рентабельность по EBITDA около 36-40%) и щедрой дивидендной политикой (акционерам выплачивается до 100% чистой прибыли по МСФО). Раскрытие рыночной стоимости компании зависит от перспектив редомициляции и возобновления дивидендных выплат. На данный момент накопленная за период с 2П21 дивидендная доходность превышает 12%.

От одной клиники до сети медцентров за 12 лет

История Европейского медицинского центра (EMC) насчитывает более 30 лет. Компания строилась на базе поликлиники №6 в Москве, где обслуживались иностранцы и работники компаний с западным капиталом. С 2008 года, когда бизнес приобрел основатель производителя соков «Нидан» Игорь Шилов, EMC начала экстенсивно расти. На тот момент выручка компании составляла лишь 15 млн евро. В 2020 году EMC вышла на Московскую биржу, разместив глобальные депозитарные расписки (без листинга на иностранной бирже, но расписки хранятся в иностранном депозитариате). За 12 лет среднегодовые темпы роста выручки компании составили 35%, а сам показатель достиг 245 млн евро.

Широкий спектр услуг и потенциал роста

- Сейчас EMC позиционирует себя как одного из лидеров на рынке частной медицины, предлагая медицинские услуги более чем в 57 специализациях. Компания нацелена на привлечение клиентов с большими доходами за счет высокого качества медицины и более низких цен по сравнению с зарубежными клиниками, предлагая таким образом альтернативу медицинскому туризму. Одна из отличительных характеристик компании, способствующая достижения поставленной цели, – наличие международной команды медицинских специалистов (за 2022 год EMC не потеряла ни одного иностранного специалиста). Потенциал для привлечения новых клиентов не исчерпан: целевая аудитория компании в столичном регионе и остальной части страны оценивается в 1,3 млн человек (при 470 тыс. визитов в 2022 году).
- Широкий спектр услуг способствует высокой диверсификации выручки. По данным на 2020 год, структура выручки по сегментам выглядела следующим образом: 18% – онкология, 10% – женское здоровье, 10% – внутренние болезни, 9% – травматология, 7% – экстренная медицинская помощь (всего 16 сегментов). По итогам 2022 года онкологическое направление обеспечило до 26% выручки коммерческого сегмента (но EMC оказывает услуги в этой области и по ОМС). Также более 7% выручки обеспечивало каждое из других направлений: ортопедия и травматология, хирургия, кардиология, женское здоровье и эстетическая медицина.

Котировки EMC начали сильно расти в июне 2023 года



Источник: МосБиржа

Рентабельность EMC под давлением, млн евро



Источник: SberCIB

EMC отличается высокой диверсификацией выручки, 2020 год



Источник: компания

РАЗВИТИЕ ЛЕЧЕНИЯ ОНКОЛОГИИ

■ EMC нацелена на создание ведущего в России центра по лечению онкологии и расширение участия в государственных программах с учетом возросшего спроса в этом направлении. В 2020 в Москве начал работать Международный онкологический центр (МОЦ) мощностью 30 тыс. диагностических процедур в год. В 2022 году на территории, арендованной у Московского областного научно-исследовательского клинического института им. М.Ф. Владимирского (МОНИКИ), открылось второе подразделение МОЦ.

РОСТ ВЫРУЧКИ, НЕСМОТЯ НА КРИЗИС

■ В 2022 году выручка EMC увеличилась на 12% до 326 млн евро. Компания отмечает, что ей удалось нарастить выручку за счет продаж реагентов и услуг по сервисному обслуживанию медицинского оборудования. Отчасти рост объясняется укреплением рубля – тарифы компании привязаны к евро, и отчитывается она также в евро. В 2022 году средний курс рубля, используемый в отчетности, укрепился к евро на 18% по сравнению с 2021 годом. В рублях выручка снизилась на 6,7%.

■ В 2022 году посещаемость клиник EMC упала: компания сообщила о сокращении числа визитов на 20% до 470 тыс. Это объясняется ростом геополитической напряженности и отъездом за границу россиян из целевой аудитории EMC. Выручка от оказания медицинских услуг осталась почти на уровне предыдущего года, поскольку компания индексировала цены в начале 2022 года – средний чек вырос на 20% до 315 евро с 264 евро годом ранее.

■ Скорректированная EBITDA снизилась на 4,2% до 111 млн евро и на 20% в рублях до 8 млрд руб, а маржа снизилась на 4 п. п. до 36% в 2022. Снижение рентабельности в основном обусловлено ростом себестоимости. В прошлом году компания открыла второе подразделение МОЦ, а также приобрела бизнес «Астра 77» – поставщика оборудования, реактивов и услуг в области лабораторной диагностики за 67,2 млн евро. Рентабельность по EBITDA осталась высокой для отрасли – 36,2%, хотя и снизилась на 4 п. п. год к году.

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА ОСТАЕТСЯ СРАВНИТЕЛЬНО НЕВЫСОКОЙ

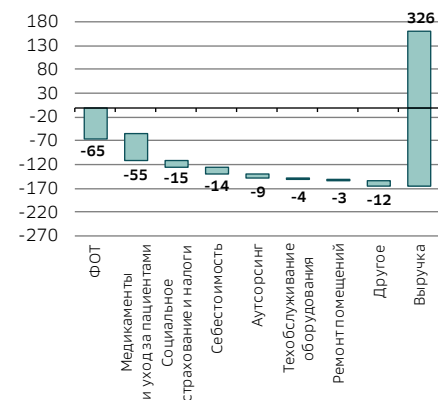
■ Большая часть долга EMC – рублевые кредиты. Из долговых обязательств в объеме 184 млн евро в валюте номинировано 28,5% – это кредиты в евро в Сбере. Чистый долг сократился со 172 млн евро в 2021 году до 165 млн евро в 2022 году, а соотношение чистого долга и EBITDA осталось на уровне 1,5. У EMC не очень интенсивный, но вместе с тем неравномерный график погашений: в 2024 году компании предстоит погасить 45% долга и еще 45% – в 2028 году.

Компания направляет на дивиденды 100% прибыли, млн евро



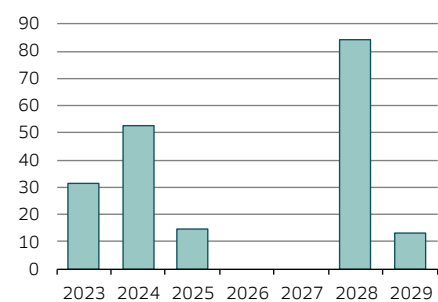
* - оценка
Источник: SberCIB

Основные расходы EMC – фонд оплаты труда и закупка медикаментов, 2022 год, млн евро



Источник: компания

У компании неравномерный график погашения долга, млн евро



Источник: компания

ПЕРСПЕКТИВЫ ВОЗОБНОВЛЕНИЯ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ

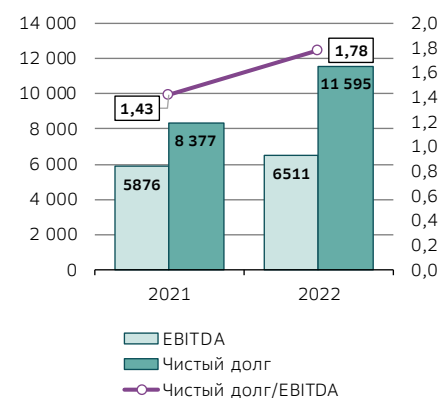
- Значительная часть ГДР EMC принадлежала нерезидентам, и после того как иностранцы лишились возможности торговать на российском рынке, ликвидность акций компании снизилась, а котировки обвалились более чем на 50% до 400 руб. Доля акций EMC в свободном обращении составляет 44%, но, по оценке SberCIB Investment Research, 31% акций заблокирован и на рынке по сути торгуется лишь 13% акций компании.
- Основной фактор для роста рыночной стоимости EMC – возобновление выплаты дивидендов. Сейчас выплаты невозможны, поскольку материнская компания группы зарегистрирована на Кипре. В июле EMC сменила депозитарий на люксембургский RCS Issuer Services S.AR.L (RCS). Это позволило вернуть права акционерам компании, владеющим акциями через Национальный расчетный депозитарий. Следующим шагом на пути к возобновлению дивидендных выплат станет ре-домициляция: 31 августа акционеры EMC будут голосовать за смену юрисдикции компании с Кипра на специальный административный район (САР) остров Октябрьский Калининградской области. Акции отреагировали на эту новость позитивно и подорожали более чем на 20%.
- Дивидендная политика EMC предписывает направлять на дивиденды 100% чистой прибыли. С учетом того, что компания не выплатила дивиденды за вторую половину 2021 года, 2022 год и первую половину 2023 года, общая сумма накопленных, но не выплаченных дивидендов составляет около 100 млн евро. При текущих котировках EMC (около 800 руб. за бумагу) это означает возможную дивидендную доходность, до учета потенциальных дивидендов за 2023 год, выше 12%.

Медси – крупнейшая частная сеть клиник в России

Сеть клиник «Медси» входит в структуру АФК «Система», это крупнейшая частная сеть медклиник в России. Компания только в 2023 году вышла на публичный рынок, разместив на МосБирже три выпуска облигаций. Медси растет быстрыми темпами за счет открытия новых клиник и приобретения конкурентов. Компания планирует IPO и к концу 2023 года намерена завершить техническую подготовку.

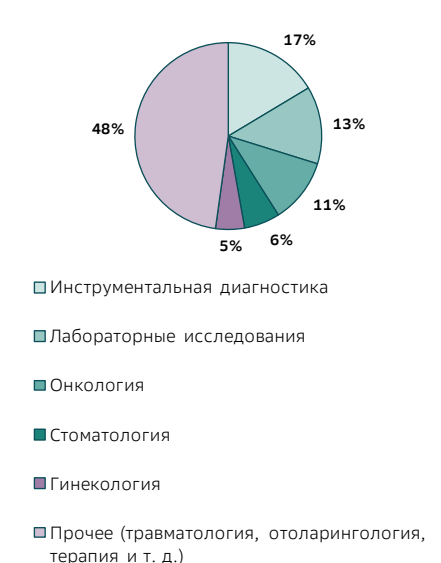
- В 2022 году выручка Медси достигла 36 млрд руб., увеличившись на 19,6% – это вдвое выше темпов роста рынка платных медицинских услуг. Такая динамика связана с повышением загруженности недавно открытых медучреждений и с консолидацией рынка. В 2022 году Медси приобрела пермскую сеть «Лабдиагностика», благодаря чему количество активов в портфеле компании увеличилось на 18. Кроме того, были открыты 24 клиники разного формата в Москве и две клиники по франшизе в Москве и Туапсе. Всего у компании 133 медучреждения.
- ЕБИТДА Медси в 2022 году выросла на 10% до 6,5 млрд руб., но рентабельность по ЕБИТДА снизилась на 1,4 п. п. до 18,1% – повлиял рост расходов на персонал, связанный с быстрым расширением сети клиник. Менее высокая рентабельность, чем у конкурентов, объясняется тем, что сеть работает в массовом сегменте: средний чек за год снизился на 6% до 2,8 тыс. руб. из-за открытия клиник в регионах, а также развития лабораторного и аптечного направлений. У Медси есть потенциал для роста выручки за счет выхода клиник в регионах на плановые показатели посещаемости.
- Еще одна причина невысокой рентабельности – небольшая доля больничных стационаров в портфеле активов Медси: их четыре и на них приходится существенная доля выручки – 28% по итогам 2022 года (против 30% в 2021 году). Поликлиники обеспечивают компании 37% выручки, а клинично-диагностические центры – 30%.
- В марте 2023 года Медси вышла на публичный рынок долга, разместив два выпуска облигаций на 3 млрд руб. каждый. Доходность к погашению по обоим выпускам превышает 10% (купон 9,85%). В июле Медси разместила третий выпуск облигаций, также на 3 млрд руб. с годовым купоном 10,4%.
- К концу 2023 года компания намерена завершить техническую подготовку к IPO, но финальное решение о проведении первичного размещения пока не принято.
- В планах компании на ближайшие годы открыть около 10 клиник по франшизе в Москве и регионах, а также инвестировать в создание центра лечения онкологии в Отрадном в Москве.
- По мнению аналитиков SberCIB Investment Research, Медси отличается сильным и стабильным кредитным профилем, несмотря на сравнительно быстрое развитие. Долговая нагрузка компании комфортная.

Долговая нагрузка Медси немного увеличилась после покупки региональных клиник, млн руб.



Источник: компания

Структура выручки Медси по направлениям, 2022 год



Источник: компания

Капзатраты на развитие – существенная доля инвестпрограммы Медси в 2022 году



Источник: компания

Облигации Медси, доступные на МосБирже

	Дата oferty	Ставка купона	Дюрация	Цена %	Доходность к оферте	Объем в обращении (млн руб.)
Медси-001P-01	17 мар 25	9,85%	1,5	99,65	10,5%	3 000
Медси-001P-02	16 мар 26	10,35%	2,3	100,0	10,8%	3 000
Медси-001P-03	13 окт 25	10,40%	2,0	99,9	10,9%	3 000

Источник: МосБиржа

MD Medical Group («Мать и дитя») – на пути к диверсификации

Группа MD Medical Group («Мать и дитя») – ведущая сеть клиник в России в сфере здоровья матери и ребенка. В последние годы компания стремится диверсифицировать выручку и развивает другие медицинские услуги. В частности, она открыла центр лечения онкологии. «Мать и дитя» продолжает инвестировать в новые клиники, при этом планирует платить дивиденды.

- Компания «Мать и дитя» изначально специализировалась на здоровье матери и ребенка: первой клиникой, открытой в 2006 году, стал Перинатальный медицинский центр в Москве. Одновременно компания начала развивать медицинский кластер в Лапино. По итогам 2022 года выручка группы составила 25 млрд руб., а сегмент «женское и детское здоровье» обеспечил 52% выручки, или 13,2 млрд руб. Еще по 10% выручки приходится на хирургию и кардиологию и лечение онкологии, 9% – на диагностику и 8,4% – на терапию.
- Компания – основной провайдер услуги ЭКО в России. Эта процедура дает возможность бесплодным парам иметь детей, и ее востребованность растет. По данным Минздрава РФ, за девять месяцев 2022 года было проведено 62,5 тыс. процедур искусственного оплодотворения против 47,6 тыс. годом ранее. Доля родов после ЭКО в мире составляет около 20–30%. Такие процедуры проводятся в том числе и по ОМС, поскольку повышение количества циклов ЭКО – одна из целей национального проекта «Демография». Это один из эффективных способов борьбы с низкой рождаемостью, поэтому данная сфера продолжит получать поддержку от государства. Всего в проекте предусмотрено проведение не менее 450 тыс. циклов в 2019–2024 годах.
- «Мать и дитя» в 2022 году провела 16,8 тыс. ЭКО (рост на 2% относительно 2021 года), при этом средний чек процедуры вырос на 9% до 274 тыс. руб. Сейчас компания ожидает восстановления спроса на ЭКО, поскольку в период пандемии коронавируса предоставление общей медицинской помощи было ограничено. Около 40% процедур ЭКО проводятся по программе ОМС, 60% – на коммерческой основе.

Больницы в регионах – источник роста выручки

- В составе группы 49 медицинских учреждений: 39 клиник, 10 больниц и три медицинских лаборатории. Сеть представлена во всех федеральных округах и 26 регионах. Больше всего учреждений в ЦФО (24), Приволжском и Сибирском федеральных округах (по 10). Это отражается на выручке: регионы обеспечили 38% выручки группы в 2022 году (35% годом ранее).
- Основу бизнеса группы в Московском регионе составляют медицинский кластер в Лапино (Лапино-1, Лапино-2, Лапино-4) и госпиталь MD Group (общая площадь 92,3 тыс. кв. м). В 2022 году они обеспе-

Котировки MD Medical Group восстанавливаются



Источник: Мосбиржа

50% выручки компании приносит профильный бизнес – здоровье матери и ребенка



Источник: компания

MD Medical Group последовательно расширяет сеть клиник



Источник: компания

чили 52% выручки группы, или 13 млрд руб. (снижение на 7% относительно 2021 года). Снижение выручки обусловлено сокращением числа родов в столице (на 9,5% к предыдущему году, это премиальная услуга – средний чек за роды составляет около 500 тыс. руб.), а также высокой базой 2021 года. В период пандемии компания отмечала высокий спрос на лечение от коронавируса. Частично падение удалось компенсировать за счет восстановления спроса на процедуры ЭКО после пандемии, что отразилось в росте выручки московских клиник на 8,8% год к году до 2,6 млрд руб.

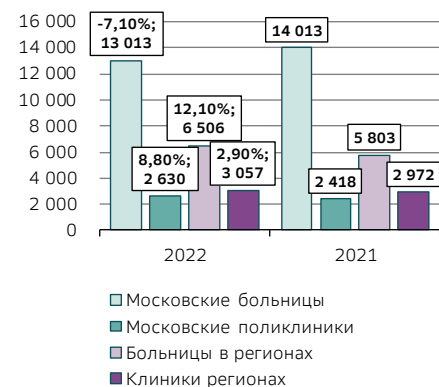
- Открытый в 2020 году стационар Лапино-2, специализирующийся на лечении онкологии, принес компании более 2 млрд руб. выручки, при этом был задействован лишь на 50%. Лапино-4 был открыт как стационар для лечения коронавируса, но после завершения пандемии был перепрофилирован под лечение инфекционных заболеваний.
- Региональные стационары в 2022 году обеспечили 25% выручки группы, или 6,5 млрд руб. (рост на 12% относительно 2021 года). Рост выручки наблюдался даже в сегменте родовспоможения (779 млн руб. против 606 млн руб. годом ранее). Причина состоит в нехватке качественных медицинских услуг в регионах. Также такой динамике выручки способствовали открытие компанией двух больниц в Санкт-Петербурге и Тюмени и выход медучреждений в Самаре и Новосибирске на проектные мощности. Потенциал роста выручки в регионах остается существенным: загрузка медучреждений по посещениям и койко-дням в 2022 году составила соответственно 52% и 51%, а по ЭКО и родам – 55% и 42% (целевые значения для региональных больниц – 60–70%). В московских больницах загрузка по посещениям и койко-дням в 2022 году составила соответственно 47% и 48%, а по ЭКО и родам – 69% и 66% (целевые уровни 70–80%).

- Выручка региональных стационаров и клиник в регионах в первой половине 2023 года выросла соответственно на 15% и 23% в годовом выражении за счет выхода на плановые мощности. При этом сокращение выручки в московских стационарах составило лишь 3% из-за более сильного второго квартала 2023 года (в первом квартале результаты были под давлением из-за высокой базы сравнения в первом квартале 2022 года). Это говорит о том, что во второй половине 2023 года динамика выручки в московских стационарных больницах станет положительной, что дополнительно поддержит годовой показатель.

ВОЗОБНОВЛЕНИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ

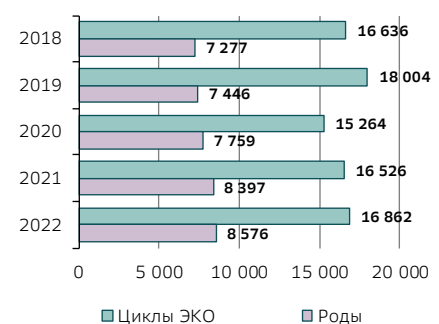
- В 2023 году компания возобновила инвестиционную активность, которую она приостанавливала из-за возросшей неопределенности (капзатраты в 2022 году были снижены на 69,2% до 1,2 млрд руб.). Среди основных направлений инвестиций – расширение медицинского кластера в Лапино в 2023 году за счет строительства центра ядерной медицины Лапино-3. В новом стационаре планируется лечить онкологические заболевания с использованием ПЭТ-КТ, лучевой терапии и тераностики. Запуск намечен на 2025 год, а стоимость проекта оценивается в 4 млрд руб.

Динамика выручки в московских и региональных больницах и клиниках в 2022 году, млн руб.



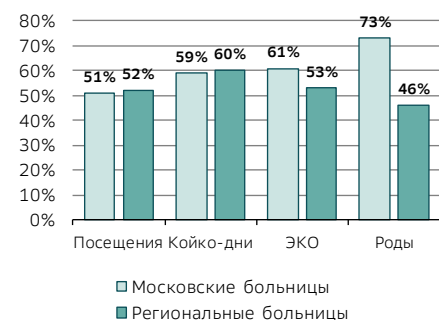
Источник: компания

Количество родов в медцентрах растет, число циклов ЭКО стабильно



Источник: компания

Загрузка региональных стационаров существенно отстает от московских по ЭКО и родам, первый график – 2021 год, второй – 2022



Источник: компания

- Другой проект компании «Мать и дитя» – мультифункциональный стационар в Домодедово на 164 койки. Инвестиции в проект – 4,5 млрд руб. Кроме того, в четвертом квартале 2023 года откроются поликлиники в Москва-Сити и ЖК «Зиларт».
- В июле компания объявила о приобретении готового больничного стационара в Москве по адресу Мичуринский проспект, 31. Сумма сделки составила 2,8 млрд руб. и была профинансирована за счет собственных средств группы. Центр планируется открыть во второй половине 2023 года.

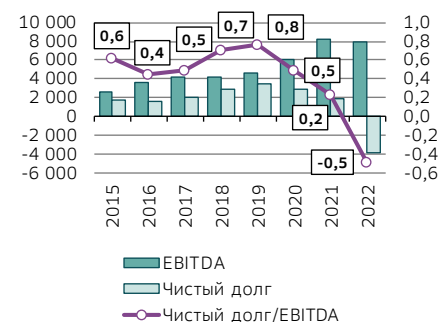
ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА НА МИНИМАЛЬНЫХ ЗНАЧЕНИЯХ

- «Мать и дитя» всегда отличалась низкой долговой нагрузкой, но в 2022 году компания перераспределила денежный поток в пользу погашения долга и существенно сократила его. EBITDA группы за 2022 год достигла 7,9 млрд руб., из них 4,8 млрд руб. компания направила на погашение долга (вместо 1,5 млрд руб. годом ранее). В результате долг сократился до 597 млн руб., а денежная позиция на балансе выросла на 25% до 4,5 млрд руб. Как следствие, показатель «чистый долг/EBITDA» стал отрицательным. Компания сможет выполнить инвестпрограмму без существенного увеличения долговой нагрузки.

ПЕРСПЕКТИВЫ ДИВИДЕНДНЫХ ВЫПЛАТ

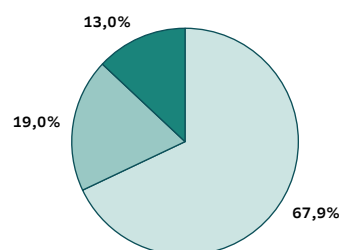
- В октябре 2022 года совет директоров группы одобрил выплату промежуточных дивидендов за первую половину 2022 года в размере 642 млн руб., или 8,55 руб. на акцию. Доходность была небольшой по меркам российского рынка – 2%. Компания в сентябре 2022 года зарегистрировала российское юрлицо «МД Медикал Груп», однако операционный бизнес пока остается подконтрольным кипрской MD Medical Holding Limited. «Мать и дитя», как и другие российские эмитенты с зарубежной юрисдикцией, меняет депозитарий, но официальных заявлений о планах перерегистрации и возобновления дивидендных выплат пока не было. В июне компания провела делистинг с Лондонской фондовой биржи. 31 августа совет директоров «Мать и дитя» рассматривает вопрос о редомициляции с Кипра в Калининградскую область.
- Традиционно группа направляла на дивиденды 50% чистой прибыли. С учетом из прибыли в размере 60,7 руб. на акцию в 2022 году и уже выплаченных дивидендов за 1П22 дивидендная доходность за 2022 год (с историческим коэффициентом) может составить около 4%.

Компания в 2022 году погасила кредиты, и чистый долг/EBITDA стал отрицательным, млн руб.



Источник: компания, оценка SberCIB

Крупнейший акционер – Марк Курцер



- MD Medical Holding Limited (Марк Курцер)
- Заблокированный free-float
- Доступный free-float

Источник: компания

Операционные результаты MD Medical Group, 2023 год

	1К22	2К22	1П22	1К23	г/г	2К23	г/г	1П23	г/г
Выручка (млн руб.)	6 208	5 951	12 159	6 221	0%	6 632	11%	12 853	6%
Больницы в регионах	1 459	1 628	3 087	1 669	14%	1 869	15%	3 538	15%
Клиники в регионах	669	761	1 430	823	23%	930	22%	1 753	23%
Больницы в Москве	3 467	2 888	6 355	3 084	-11%	3 106	8%	6 190	-3%
Клиники в Москве и МО	610	671	1 281	641	5%	719	7%	1 360	6%
Посещения	433 246	445 212	878 458	485 959	12%	505 928	14%	991 887	13%
Койко-дни	34 498	36 439	70 937	35 395	3%	35 320	-3%	70 715	0%
ЭКО	3 603	4 620	8 223	4 140	15%	5 209	13%	9 349	14%
Роды	2 008	2 101	4 109	2 207	10%	2 295	9%	4 502	10%

Источник: компания

Ограничение ответственности