

## 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

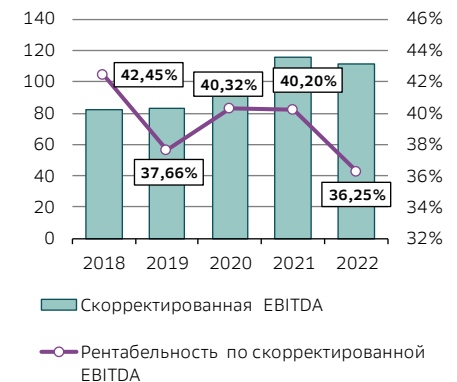
- Сейчас EMC позиционирует себя как одного из лидеров на рынке частной медицины, предлагая медицинские услуги более чем в 57 специализациях. Компания нацелена на привлечение клиентов с большими доходами за счет высокого качества медицины и более низких цен по сравнению с зарубежными клиниками, предлагая 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.

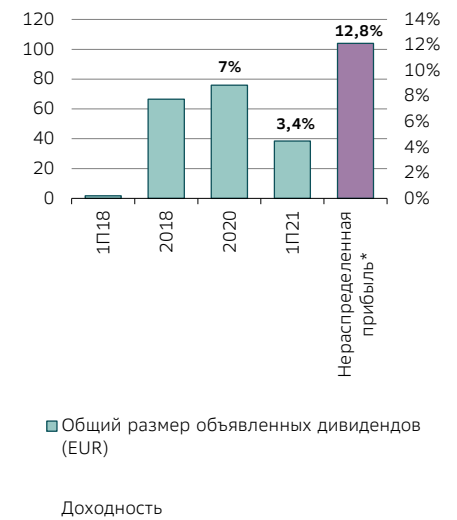
**РОСТ ВЫРУЧКИ, НЕСМОТря НА КРИЗИС**

- 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**

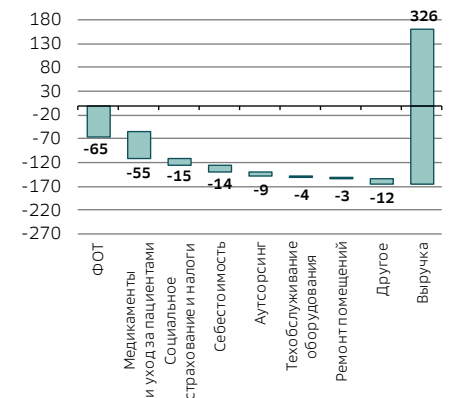
■ Большая часть долга EMC – рублевые кредиты. Из долговых обязательств в объеме 184 млн евро в валюте номинировано 28,5% – это кредиты в евро в Сбере. Чистый долг сократился со 172 млн евро в 2021 году до 165 млн евро в 2022 году, а соотношение чистого долга и EBITDA осталось на уровне 1,5. У EMC не 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**



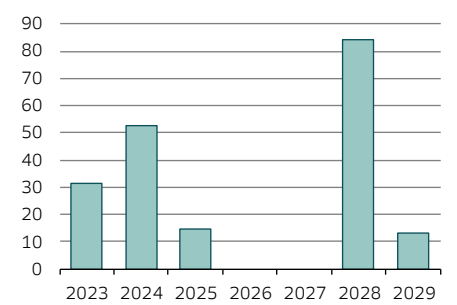
\*- оценка  
Источник: SberCIB

**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 редомициляция: 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%.

## Ограничение ответственности