



Российский акции / Медицинские услуги

# EMC – IPO

12 июля 2021

IPO

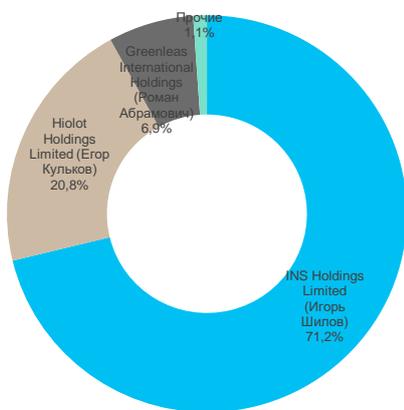
EMC	
Риск	УМЕРЕННЫЙ
Торговая площадка	MOEX
Диапазон цены акций (IPO)	\$12,5 – 14,0
Капитализации (IPO)	\$1,12-1,26 млрд

### Основные финансовые показатели (МСФО)

Отчетный год	2019	2020	2021П
<b>Финансовые показатели</b>			
Выручка, млн EUR	220	241	265
Выручка, г/г	12,8%	9,5%	10,0%
EBITDA, млн EUR	83	97	106
EBITDA, г/г	0,0%	16,9%	9,3%
Чистая прибыль, млн EUR	60	81	87
Чистая прибыль, г/г	15,1%	35,5%	8,5%
<b>Кoeffициенты и мультипликаторы</b>			
Рентабельность EBITDA	37,7%	40,2%	40,0%
Чистый долг / EBITDA	2,2x	1,4x	1,2x
P/E	16,0x	11,8x	10,9x
EV/EBITDA	13,0x	11,1x	10,2x
<b>Дивиденды</b>			
Дивиденд на акцию, EUR	-	-	1,0
Див. доходность	-	-	9,2%

Источники: Bloomberg, данные компании, расчеты Открытие Research

Диаграмма 1. Структура акционеров EMC



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

Диаграмма 2. Рынок медицинских услуг РФ



Источники: отчет NEO Center

- EMC – безоговорочный лидер в области частных медицинских услуг премиального класса в России. Группа обеспечивает комплексное медицинское обслуживание пациентов с особым фокусом на высококачественном лечении и поддержке пациентов в наиболее сложных и востребованных областях.
- EMC внедряет самые передовые методы лечения в России, активно сотрудничает с профессионалами высочайшей квалификации в России и за рубежом, в том числе приглашает их на работу в Россию, обладает самым современным оборудованием, позволяет напрямую конкурировать с ведущими мировыми медицинскими центрами и строить бизнес-модель, деноминированную в евро.
- Российский рынок платных медицинских услуг находится в фазе активного роста. Платными услугами пользуется около четверти населения страны. Однако только 8% рынка представлено частной медициной, что оставляет большой потенциал для роста с ожидаемым среднегодовым темпом в ближайшие 5 лет на уровне 10%.
- В сравнении с аналогами на развивающихся рынках даже с учетом геополитического дисконта потенциал роста GDR EMC на годовом горизонте относительно нижней границы предложенного ценового диапазона можно оценить минимум в 30-40%. При этом форвардная дивидендная доходность бумаг составит, по нашим оценкам, более 9%.

### О компании

«Европейский медицинский центр» (EMC) – одна из крупнейших по выручке компаний на российском рынке частных медицинских услуг, лидер в сегменте медицинских услуг премиум-класса. Свое развитие EMC начала еще в 1989 году с небольшой клиники на Патриарших прудах. Сегодня же в состав Группы входит 7 многопрофильных медицинских центров, 3 центра по уходу за престарелыми, 1 роддом и 1 реабилитационный центр. Все клиники EMC расположены в наиболее платежеспособном Московском регионе.

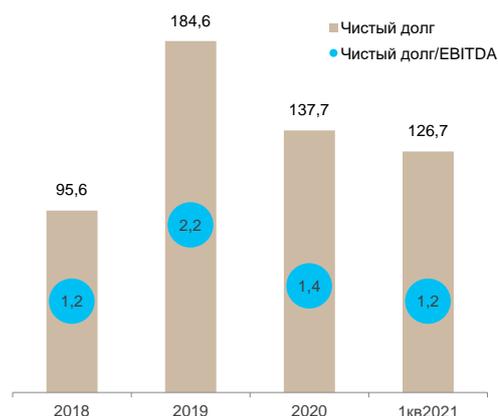
EMC обеспечивает комплексное медицинское обслуживание с особым фокусом на высококачественном лечении и поддержке пациентов в наиболее сложных и востребованных областях: онкологии, охране женского здоровья и материнстве, травматологии и ортопедии, включая направление спортивной травмы, сердечно-сосудистых заболеваний и др. EMC внедряет самые передовые методы лечения в России, активно сотрудничает с профессионалами высочайшей квалификации в России и за рубежом, в том числе приглашает их на работу в Россию, обладает самым современным оборудованием. Это позволяет Группе напрямую конкурировать с ведущими мировыми медицинскими центрами и строить бизнес-модель, деноминированную в евро.

Головной компанией группы и владельцем бренда EMC является кипрская United Medical Group CY PLC. Ее основными акционерами являются структуры Игоря Шилова, Егора Кулькова и Романа Абрамовича (см. диаграмму 1).

### Финансовые показатели и перспективы

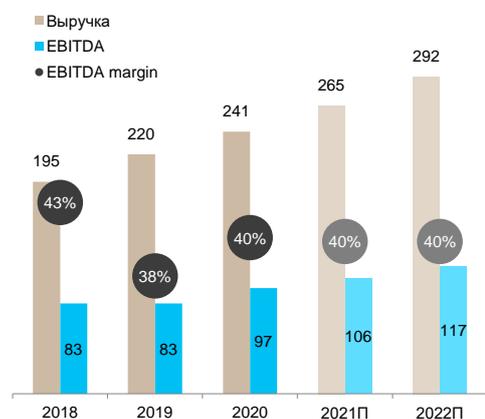
Российский рынок платных медицинских услуг находится в фазе активного роста. Платными услугами пользуется сегодня лишь около четверти населения страны, и только 8% представлено частной медициной. Однако

Диаграмма 3. Долговая нагрузка EMC



Источники: данные компании

Диаграмма 4. Основные финансовые показатели EMC (млн. EUR)



Источники: данные компании, расчеты Открытие Research

ситуация, безусловно, будет меняться. По различным оценкам в ближайшие пять лет рынок частных медицинских услуг в РФ будет расти среднегодовыми темпами на уровне 10% (см. диаграмму 2).

Очевидно, что EMC станет одним из бенефициаров данного тренда. При этом Группа уже прошла активную инвестиционную фазу и на протяжении как минимум нескольких лет способна спокойно развиваться в рамках имеющихся клинических мощностей. По оценкам менеджмента, на сегодняшний день госпитальная и поликлиническая загрузка медучреждений EMC в среднем находится в районе 50%, и в среднесрочной перспективе на уровне выручки Группа способна расти темпами более 10% годовых без существенного увеличения CAPEX.

Учитывая скромные потребности в капитальных затратах и низкую долговую нагрузку (см. диаграмму 3), EMC планирует в перспективе направлять акционерам в форме дивидендов до 100% консолидированной прибыли по МСФО дважды в год. По нашим консервативным оценкам, форвардная дивидендная доходность GDR EMC может составить чуть более 9%.

Отметим также, что бизнес-модель EMC устроена таким образом, что 75% доходов номинировано в евро, тогда как лишь четверть расходов привязана к иностранной валюте. За счет этого денежные потоки Группы крайне устойчивы и хорошо защищены от валютных рисков, что очень важно в российских реалиях волатильного курса рубля.

### IPO и оценка стоимости

На прошлой неделе EMC официально объявила о планах проведения IPO на Московской бирже. Инвесторам будут предложены GDR головной компании Группы United Medical Group CY PLC (одна расписка соответствует одной акции). Продавать бумаги в ходе размещения будут сегодняшние акционеры. Предполагается, что по итогам IPO структуры Егора Кулькова и Романа Абрамовича полностью выйдут из капитала компании, тогда как Игорь Шилов сохранит контрольный пакет. Всего инвесторам будет предложено до 40 млн GDR. Free-float EMC при размещении всех 40 млн GDR составит порядка 44%.

Индикативный ценовой диапазон в рамках размещения установлен на уровне \$12,5-14 за одну GDR. Таким образом, при размещении по нижней границе коридора капитализация компании составит \$1,125 млрд, по верхней - \$1,26 млрд., а объем сделки будет в районе \$500 млн. Планируемая дата объявления цены размещения - 15 июля (с этого же дня GDR EMC будут допущены к торгам на Московской бирже).

Для понимания справедливой оценки стоимости EMC обратимся к сравнительному анализу. Среди российских публичных аналогов имеется только MD Medical Group. Как видно из таблицы 1, по нижней границе ценового диапазона IPO оценки MDMG и EMC в целом сопоставимы, при том, что дивидендная доходность последней примерно вдвое выше, и, по всей видимости, существенно выше будет и ликвидность GDR. Ну, а если обратить внимание на мультипликаторы медицинских компаний развивающихся рынков, то они оцениваются примерно вдвое дороже российских аналогов. Таким образом, даже с поправкой на дисконт, связанный с геополитикой, потенциал роста GDR EMC от нижней границы предложенного ценового диапазона на годовом горизонте составляет минимум 30-40%.

Таблица 1. Рыночные мультипликаторы компаний, оказывающих медицинские услуги

Компания	Страна	Мсар \$ млн	P/E		EV/EBITDA	
			2021E	2022E	2021E	2022E
EMC	RU	1 125	10.9x	9.9x	10.2x	9.3x
MD MEDICAL GROUP	RU	832	11.2x	9.9x	8.4x	7.7x
<b>EM</b>						
REDE D'OR SAO LU	BZ	26 981	63.9x	50.1x	29.6x	23.3x
CHINA RESOURCES	CH	1 359	21.1x	18.6x	9.1x	8.7x
MITRA KELUARGA K	ID	2 684	36.3x	37.5x	23.2x	24.0x
MEDIKALOKA HERMI	ID	1 279	27.0x	28.6x	13.0x	13.7x
SILLOAM INTERNATI	ID	1 203	50.5x	43.7x	10.1x	10.1x
APOLLO HOSPITALS	IN	7 245	75.7x	52.4x	27.6x	22.8x
ASTER DM HEALTHC	IN	1 098	19.9x	14.2x	9.1x	7.8x
IHN HEALTHCARE B	MA	11 815	47.0x	36.9x	17.4x	15.5x

KPJ HEALTHCARE	MA	1 033	38.8x	25.3x	13.2x	11.3x
MED LIFE SA	RO	534	24.7x	18.4x	11.3x	9.6x
NETCARE LTD	SA	1 487	17.3x	11.3x	9.3x	7.4x
LIFE HEALTHCARE	SA	2 353	21.8x	16.4x	8.7x	7.2x
RAFFLES MEDICAL	SI	1 686	37.0x	32.1x	19.3x	17.6x
MOUWASAT MEDICAL	SR	4 527	26.7x	22.9x	20.5x	17.9x
DALLAH HEALTHCAR	SR	1 785	31.4x	25.1x	22.7x	19.9x
AL HAMMADI CO	SR	1 213	31.2x	18.4x	16.9x	12.6x
MIDDLE EAST HEAL	SR	925	30.7x	21.5x	18.3x	14.2x
MEDICOVER AB-B	SW	4 365	49.5x	55.1x	16.3x	16.8x
BUMRUNGRAD HOSPI	TH	3 053	81.3x	40.3x	36.3x	23.4x
BANGKOK DUSIT MD	TH	11 338	51.1x	40.8x	23.6x	20.4x
BANGKOK CHAIN HO	TH	1 810	34.2x	37.9x	20.1x	21.1x
CHULARAT HOSPITA	TH	1 327	37.9x	35.8x	24.5x	23.5x
VIBHAVADI MED	TH	1 006	73.3x	30.3x	27.5x	25.1x
MLP SAGLIK HIZME	TU	549	20.7x	12.5x	6.2x	5.3x
<b>Average</b>			<b>39.5x</b>	<b>30.3x</b>	<b>18.1x</b>	<b>15.8x</b>
<b>DM</b>						
RAMSAY HEALTH	AU	19 322	30.5x	23.5x	11.0x	9.9x
TERVEYSTALO OYJ	FI	1 792	19.2x	18.6x	10.2x	9.8x
CARETECH HOLDING	GB	980	12.8x	12.2x	10.9x	10.1x
FRESENIUS SE & C	GE	29 545	13.8x	12.2x	8.5x	7.8x
EUROEYES INTERNA	GE	588	43.1x	31.4x	17.2x	14.7x
RHOEN-KLINIKUM	GE	1 248	89.8x	57.2x	11.2x	9.7x
GAROFALO HEALTH	IT	612	21.2x	18.5x	10.7x	8.8x
MEDNAX INC	US	2 566	21.8x	17.9x	14.3x	12.4x
COMMUNITY HEALTH	US	2 117	26.2x	19.9x	8.0x	7.9x
HCA HEALTHCARE I	US	73 718	15.5x	14.4x	9.6x	9.3x
TENET HEALTHCARE	US	7 360	13.7x	12.7x	7.6x	7.3x
UNIVERSAL HLTH-B	US	13 121	14.1x	12.6x	8.9x	8.4x
ACADIA HEALTHCAR	US	5 674	25.7x	22.6x	13.8x	12.7x
SELECT MEDICAL	US	5 528	16.2x	14.5x	11.2x	10.9x
<b>Average</b>			<b>26.0x</b>	<b>20.6x</b>	<b>10.9x</b>	<b>10.0x</b>

Источники: данные компании, Bloomberg, расчеты Открытие Research

## Риски

- На горизонте от месяца до полугода не исключено ухудшение глобальной эпидемиологической обстановки (очередная волна COVID-19), что может негативно сказаться на экономической активности и привести к коррекции фондовых рынков.
- Возможное ухудшение благосостояния российских граждан в долгосрочной перспективе может привести к падению спроса на платные медицинские услуги, что негативно отразится на финансовых результатах EMC.
- Растущая конкуренция на рынке платных медицинских услуг, особенно в столичном регионе, в перспективе способна негативно сказаться на темпах развития и маржинальности бизнеса EMC.

## МЕТОДИКА ПРИСВОЕНИЯ РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО АКЦИЯМ

### АКТИВНО ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании составляет 15% годовых и более. У акции есть факторы, способствующие ускоренной реализации потенциала роста в краткосрочном периоде. Акция характеризуется ярко выраженным положительным ожидаемым сочетанием риска и доходности.

### ПОКУПАТЬ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 10-15% годовых. На динамику цен акций воздействуют долгосрочные факторы роста на фоне положительного сочетания риска и доходности.

### НА УРОВНЕ РЫНКА

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне 5-10% годовых. Отсутствуют значительные положительные и отрицательные факторы, воздействующие на динамику цен акций эмитента.

### ЗАКРЫТИЕ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ИДЕИ

Ожидаемая доходность инвестиции в акции компании находится в диапазоне ниже 5% годовых, в том числе по причине достижения акциями целевой цены. На динамику цен акций компании могут воздействовать негативные факторы.

Информация об инвестиционных идеях компании доступна клиентам брокерского обслуживания на тарифах **«Все включено»**, **«Инвестиционный»**, **«Премиальный»** и **«Спекулятивный»** <https://open-broker.ru/invest/tariffs/>  
Дополнительные комментарии, а также индивидуальная помощь в расчете и реализации инвестиционных идей доступна клиентам Персонального брокерского обслуживания, тариф **«Личный брокер»** <http://private.open-broker.ru/>, и инвестиционного консультирования, тариф **Advisory** <https://pb.open.ru/finance-capital/>

Otkritie © 2021

АО «Открытие Брокер», лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление брокерской деятельности № 045-06097-100000, выдана ФКЦБ России 28.06.2002 (без ограничения срока действия).

Предоставлено исключительно для личного использования лицом, получившим настоящий материал. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация в любых целях запрещены АО «Открытие Брокер» (далее – «Компания»).

### ПОДТВЕРЖДЕНИЕ АНАЛИТИКОВ И ОТКАЗ ОТ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Настоящий материал (далее – «аналитический отчет») носит исключительно информационный характер и содержит данные относительно стоимости активов, предположения относительно будущего финансового состояния эмитентов и справедливой цены активов на срок 12 месяцев с момента выхода настоящего аналитического отчета и/или ситуации на финансовых рынках и связанных с ним событиях. Аналитический отчет основан на информации, которой располагает Компания на дату выхода аналитического отчета. Аналитический отчет не является предложением по покупке либо продаже активов и не может рассматриваться как рекомендация к подобному рода действиям. Компания не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными. Компания не несет ответственности за использование информации, содержащейся в аналитическом отчете, а также за возможные убытки от любых сделок с активами, совершенных на основании данных, содержащихся в аналитическом отчете. Компания не берет на себя обязательство корректировать отчет в связи с утратой актуальности содержащейся в нем информации, а равно при выявлении несоответствия приводимых в аналитическом отчете данных действительности. Компания имеет право, но не обязана в любое время вносить в отчет изменения с целью актуализации указанной в ней информации.

Аналитический отчет носит ознакомительный характер, представленная в нем информация не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем. Инвестирование в финансовые инструменты связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной сумм, так и по получению каких-либо доходов. Заявления любых лиц о возможном увеличении в будущем стоимости инвестированных средств могут рассматриваться не иначе как предположения.

Инвестиции в активы сопряжены со следующими рисками: риски, связанные с ведением деятельности в конкретной юрисдикции, риски, связанные с экономическими условиями, конкурентной средой, быстрыми технологическими и рыночными изменениями, а также с иными факторами, которые могут привести к существенным отклонениям от прогнозируемых показателей. Указанные факторы могут привести к тому, что действительные результаты будут существенно отличаться от предположений или опережающих заявлений Компании, содержащихся в аналитическом отчете.

Информируем Вас о возможном наличии конфликта интересов, то есть возможной заинтересованности Брокера (аналитика Компании, составившего настоящий аналитический отчет, аффилированных или связанных лиц) в осуществлении Вами сделок с указанными финансовыми инструментами. При принятии инвестиционных решений Вам необходимо ознакомиться с подробной информацией о рисках, связанных с осуществлением операций на рынке ценных бумаг, и информацией о возможном конфликте интересов, содержащейся в разделе 11 Договора на брокерское обслуживание. Дополнительные пояснения о рисках и о конфликте интересов применительно к конкретной ситуации Вы можете получить, самостоятельно обратившись в Компанию.

Представленная информация не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни при каких условиях, в том числе при внешнем совпадении ее содержания с требованиями к требованиям и содержаниям, предъявляемым к индивидуальной инвестиционной рекомендации. Любое сходство представленной информации с индивидуальной инвестиционной рекомендацией является случайным.

Какие-либо из представленных финансовых инструментов или операций могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и не учитывать Ваши ожидания по уровню риска и/или доходности.

Упомянутые в представленной информации операции и/или финансовые инструменты, ни при каких обстоятельствах, не гарантируют доход, на который Вы, возможно, рассчитываете при условии использования предоставленной информации для принятия инвестиционных решений. Информация не является предложением или побуждением совершать операции на финансовом рынке.

Во всех случаях определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. Вы самостоятельно принимаете все инвестиционные решения.

«Открытие Брокер» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленной информации, и не гарантирует доход.

Выпуск и распространение аналитического отчета и иной информации в отношении акций в определенных юрисдикциях могут ограничиваться законом и лицам, в распоряжении которых оказывается любой документ или иная информация, упомянутая в аналитическом отчете, следует ознакомиться со всеми ограничениями и соблюдать их. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства таких юрисдикций о ценных бумагах. Аналитический отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединённых Штатов Америки (включая их территории и зависимые территории, любые штаты США и Округа Колумбия), Австралии, Канады и Японии. В Европейском Экономическом Союзе (ЕЭС) аналитический отчет может быть адресован исключительно лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ»). В Великобритании аналитический отчет может быть адресован исключительно (1) лицам, являющимся профессионалами инвестиционного рынка в соответствии со статьей 19(5) Приказа 2005 (далее – «Приказ») Закона о финансовых услугах и рынках 2000 г. (Финансовое продвижение), (2) высокодоходным предприятиям и иным лицам, которым оно может адресоваться на законных основаниях в соответствии со статьей 49(2) Приказа, а также (3) лицам, являющимся квалифицированными инвесторами в соответствии со статьей 2(е) Закона (EU) 2017/1129 с дополнениями (далее – «Приказ») в той части, в которой он формирует внутренний Закон Великобритании в силу Закона о выходе Великобритании из ЕЭС от 2018 года. Любое лицо, не относящееся к указанной категории лиц, не должно предпринимать никаких действий, опираясь на аналитический отчет, либо полагаться на содержащиеся в нем положения.

Ближайший офис: <http://open-broker.ru/offices/>  
+7 (495) 232-99-66  
8 800 500-99-66 – бесплатный для всех городов РФ  
[clients@open.ru](mailto:clients@open.ru)  
[vk.com/openbroker](https://vk.com/openbroker)  
[fb.com/openbroker](https://fb.com/openbroker)

### Личные брокеры

<http://private.open-broker.ru/>  
+7 (495) 777-34-87

### Инвестиционные консультанты

<https://pb.open.ru/finance-capital/>  
8 800 222-02-22

### Еврооблигации

8 800 500-99-66 – деск облигаций

### Структурные продукты

<https://open-broker.ru/investing/structural-products/>

### Управление анализа рынков

[research@open.ru](mailto:research@open.ru)

Антон Затолокин

Начальник управления

Алексей Павлов, PhD

Главный аналитик, российские акции и облигации

Алексей Корнилов, CFA

Ведущий аналитик, международный рынок акций

Иван Авсейко

Ведущий аналитик, глобальные акции и облигации

Антон Руденко

Ведущий аналитик, стратегия на рынке акций

Владимир Малиновский

Начальник отдела анализа долгового рынка

Николай Власов

Ведущий аналитик, долговой рынок

Тимур Хайруллин, CFA

Главный аналитик, структурные продукты

Илья Мартыненко

Технический аналитик

Михаил Шульгин

Начальник отдела глобальных исследований

Оксана Лукичева

Аналитик, товарные рынки

Андрей Кочетков, PhD

Ведущий аналитик, глобальные исследования