

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Signify Health Inc (SGFY)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$25**

 Диапазон размещения: **\$17–19**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Медицинская помощь на дому

оценка перед IPO

IPO SGFY: решения для управления здравоохранением



Выручка, 9M2020 (млн USD)	417
EBIT, 9M2020 (млн USD)	8
Прибыль, 9M2020 (млн USD)	-15
Чистый долг, 9M2020 (млн USD)	176

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	2

Капитализация IPO (млн USD)	4 014
Акции после IPO (млн шт.)	223
Акции к размещению (млн шт.)	23,5
Объем IPO (млн USD)	423
Минимальная цена IPO (USD)	17
Максимальная цена IPO (USD)	19
Целевая цена (USD)	25
Дата IPO	10 февраля

 Динамика акций | биржа/тикер **NYSE/SGFY**

Доходность (%)	3-мес	6-мес	12-мес
Абсолютная	—	—	—
vs S&P 500	—	—	—

Абдикаримов Ерлан

 Директор Департамента финансового анализа
 (+7) 727 311 10 64 (614) | abdikarimov@ffin.kz

Бектемиров Алем

 Младший инвестиционный аналитик
 (+7) 727 311 10 64 (932) | bektemirov@ffin.kz

10 февраля состоится IPO Signify Health. Компания предоставляет медицинскую платформу, которая использует аналитику, технологии и общенациональные сети поставщиков медицинских услуг, чтобы помочь клиентам получить и оплатить услуги на дому. Андеррайтерами размещения выступают Goldman Sachs, J.P. Morgan, Barclays, Deutsche Bank Securities, BofA Securities, UBS Investment Bank, Baird, Piper Sandler и William Blair.

О компании. Компания обслуживает планы медицинского страхования, правительство, работодателей, систему здравоохранения и группы врачей. Сама компания работает в двух сегментах: это оказание услуг в отдельных эпизодах медицинской помощи и услуги на дому для оценки состояния здоровья. Signify Health обслуживает 26 из 50 планов Medicare Advantage (медицинское страхование) и увеличила количество ежегодных оценок на дому с примерно 390 тыс. в 2015 году до почти 1,1 млн в 2019 году.

Решения компании. Решения компании делятся на домашние и общественные услуги и эпизоды обслуживания. **Домашние и общественные услуги – в данное решение входят:** оценка состояния здоровья на дому и сопутствующие услуги – компания с помощью своей сети провайдеров услуг проводит оценку состояния здоровья; телездравоохранение через виртуальные IHE (оценка состояния здоровья), социальные детерминанты здоровья, биофармацевтические услуги. **Эпизоды услуг по уходу – компания разработала масштабную программу (сеть поставщиков, программное обеспечение) для предоставления услуг, основанную на отдельных эпизодах.** На текущий момент у компании есть соглашение с 85 организациями, которые предоставляют услуги в 44 штатах. Данная программа предназначена для улучшения результатов лечения клиентов и снижения затрат. В 2019 году компания сэкономила \$327 млн.

Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$5,601 млрд при целевой цене в \$25 на одну простую акцию с потенциалом роста в 30%.

Signify Health Inc: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	9M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	9M20
Выручка	338	502	417	Наличность	20	28	88
Расходы на обслуживание	196	247	203	Дебиторская задолженность	41	168	143
G&A	68	169	149	Контрактные активы	0	38	110
Расходны по сделке	21	22	11	Наличность с ограничением	0	23	4
Обесценивание активов	17	6	0	Прочие активы	3	7	12
D&A	43	66	46	Текущие активы	65	264	357
ЕБИТ	(7)	(9)	8	ОС	7	19	27
Процентный расход	(21)	(21)	(16)	Гудвилл	123	579	579
Прочие доходы/расходы	0	2	-7	HMA	406	529	504
Доналоговая прибыль	(29)	(28)	(15)	Прочие активы	2	2	3
Налог	(0)	(0)	(1)	Активы	602	1 392	1 469
Чистая прибыль	(29)	(29)	(15)	Кредиторская задолженность	27	107	96
				Обязательства по контракту	0	3	35
Рост и маржа (%)	2018	2019	9M20	Долг	3	3	3
Темпы роста выручки	-	49%	13%	Прочие обязательства	1	10	16
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Акционеры	0	0	54
Темпы роста EBIT	-	-	-	Текущие обязательства	31	123	204
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Долг	247	265	264
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Компенсация	39	40	0
Валовая маржа	-	-	-	Прочие обязательства	1	8	19
ЕБИТДА-маржа	-	-	-	Кредит	0	0	77
ЕБИТ-маржа	-2	-2	2	Обязательства клиента	0	0	14
NOPLAT-маржа	-	-	-	Всего обязательств	318	435	577
Маржа чистой прибыли	-9	-6	-4	Конвертируемые акции	0	0	0
				Капитал	284	958	891
				Обязательства и собственный капитал	602	1 392	1 469
Cash Flow, млн USD	2018	2019	9M20	Позлементный анализ ROIC	2018	2019	9M20
CFO	36	42	41	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	43	66	46	ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
CFI	(13)	83	(29)	ROIC, %	-	-	-
CapEx	(7)	(13)	(13)	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
CFE	(22)	(95)	30	WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
Денежный поток	1	30	42				
Наличность на начало года	20	20	50	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	9M20
Наличность на конец года	20	50	92	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	2,10	2,15	1,75
Справочные данные	2018	2019	9M20	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-	Долг/активы, %	41	19	18
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	3	2	6
EV, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	7	13	13				
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Мультипликаторы	2018	2019	9M20
Реинвестиции, USD	-	-	-	P/B, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	P/S, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

Signify Health Inc: ключевые факты

О компании Signify Health. Компания предоставляет медицинскую платформу, которая использует аналитику, технологии и общенациональные сети поставщиков медицинских услуг, чтобы помочь клиентам получить и оплатить услуги на дому.

Компания обслуживает планы медицинского страхования, правительство, работодателей, систему здравоохранения и группы врачей.

Сама компания работает в двух сегментах: оказание услуг в отдельных эпизодах медицинской помощи и услуги на дому для оценки состояния здоровья.

Signify Health обслуживает 26 из 50 планов Medicare Advantage (медицинское страхование) и увеличила количество ежегодных оценок на дому с примерно 390 тыс. в 2015 году до почти 1,1 млн в 2019 году.

Решения компании. Решения компании делятся на домашние и общественные услуги и эпизоды обслуживания.

Домашние и общественные услуги – в данное решение входит:

- **Оценка состояния здоровья клиента на дому и сопутствующие услуги** – компания с помощью своей сети провайдеров услуг проводит оценку состояния здоровья клиента. На основании оценки компания создает отчет о клинических и социальных потребностях клиента для дальнейшего взаимодействия с системой здравоохранения (восполнение пробелов лечения, регулярное посещение врачей).
- **Телездоровоохранение через виртуальные ИНЕ (оценка состояния здоровья)** – на фоне пандемии компания быстро запустила виртуальные услуги во II квартале 2020 года.
- **Социальные детерминанты здоровья (это условия, в которых люди рождаются, растут, живут, работают и стареют)** – в 2019 году компания начала проводить комплексные оценки для выявления социальных детерминантов здоровья человека, таких как продовольствие, риск поскользнуться или упасть, доступ к транспорту, социальная изоляция и финансовые ресурсы для приобретения лекарств.
- **Биофармацевтические услуги** – компания помогает клиентам быстрее начать комплексную терапию на дому (при этом предоставляются инструкции для приема первой дозы на дому) или предоставляет услуги по осуществлению ухода.

Эпизоды услуг по уходу – компания разработала масштабную программу (сеть поставщиков, программное обеспечение) для предоставления услуг в отдельных случаях.

На текущий момент у компании есть соглашение с 85 организациями, которые предоставляют услуги в 44 штатах. Данная программа предназначена для улучшения результатов лечения клиентов и снижения затрат. В 2019 году компания сэкономила \$327 млн.

- Компания собирает базу отдельных эпизодов лечения. Компания может реализовать хирургические или медицинские эпизоды, такие как замена коленного сустава, колоноскопия, хронические заболевания (диабет, гипертония) и поведенческое расстройство здоровья (депрессия, тревога или расстройства, связанные с употреблением психоактивных веществ).
- Затем проводится анализ данных о платежах для предоставления клиентам и поставщикам услуг информации о начале клинического эпизода.
- После определения эпизода компания помогает клиентам улучшить результаты лечения и снизить расходы на лечение, также найти нужных поставщиков услуг, заключить договор и начать лечение.

Потенциальный рынок. Общие расходы на здравоохранение в США в 2019 году составили \$3,8 трлн.

Оценка Signify Health: потенциал роста свыше 30% с учетом консервативного прогноза

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по выручке от домашних и общественных услуг и эпизодов по уходу.

Выручка от домашних и общественных услуг. В 2019 году темпы роста выручки от домашних и общественных услуг выросли на 22%, а за 9М 2020 года – на 5,15%. В IV квартале 2020 года компания ожидает рост выручка на 61%. Мы ожидаем по итогам 2020 года рост в 19% с дальнейшим ускорением до 27% и замедлением до 6% к 2029-му прогнозируемому году. Выручка от домашних и общественных услуг вырастет с \$377 млн в 2019 году до \$1,416 млрд в 2029-м прогнозируемому году.

Выручка от эпизодов по уходу. В 2019 году темпы роста выручки от эпизодов по уходу выросли на 347,3%, а за 9М 2020 года темпы роста замедлились до 41,4%. По итогам 2020 года мы ожидаем, что темпы роста составят около 26,6% с дальнейшим ускорением до 55% в 2021-м прогнозируемому году и замедлением до 10,2% к 2029-му прогнозируемому году. Выручка компании вырастет с \$125 млн в 2018 году до \$1,315 млрд к 2029 году.

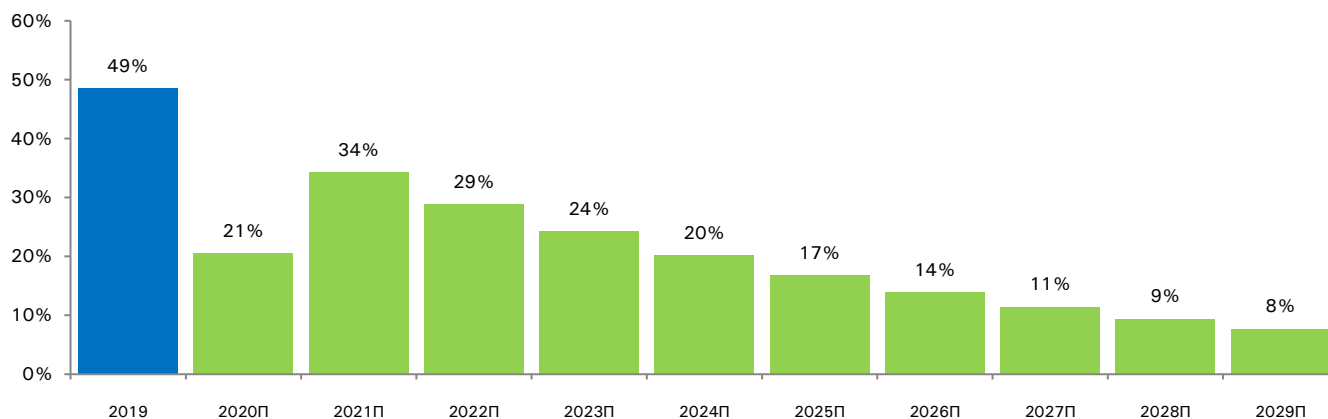
Темпы роста выручки в 2020 году снизятся до 21% против 49% в 2019 году, в 2021 году темпы роста выручки восстановятся до 34% с дальнейшим замедлением до 8% к 2029-му прогнозируемому году. Выручка вырастет с \$502 млн в 2019 году до \$2,731 млрд к 2029-му прогнозируемому году.

Иллюстрация 1. Прогноз выручки Signify Health

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Домашние и общественные услуги, млн USD	310	377	447	568	693	819	941	1056	1162	1257	1342	1416
Темпы роста, %		22%	19%	27%	22%	18%	15%	12%	10%	8%	7%	6%
Эпизоды услуг по уходу, млн USD	28	125	158	245	354	482	623	770	918	1060	1194	1315
Темпы роста, %		347,3%	26,6%	55,0%	44,6%	36,1%	29,2%	23,7%	19,2%	15,5%	12,6%	10,2%
Всего выручки, млн USD	338	502	605	813	1047	1301	1564	1826	2079	2317	2535	2731
Темпы роста, %		49%	21%	34%	29%	24%	20%	17%	14%	11%	9%	8%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

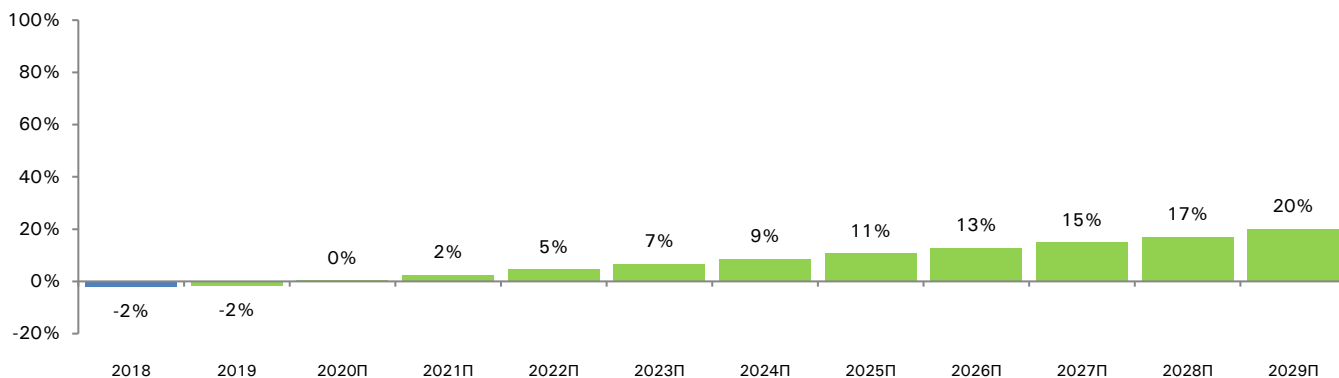
График 1. Прогноз темпов роста Signify Health



Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений. В 2019 году EBIT-маржа была на уровне -1,8%, а за 9М 2020 года выросла до 2%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 20%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 5,1% до среднеотраслевых 2%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$508 млн.

График 2. Прогноз EBIT-маржи



Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

3. Предположения для зрелого периода. В зрелом возрасте мы заложили 3% роста. ROIC в зрелом периоде мы консервативно приравняли к затратам на капитал в 5,9%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 51% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$707 млн) и зрелого (\$4,647 млрд) периодов, составит \$5,389 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$299 млн, наличность на счетах в \$88 млн и поступления от IPO в \$423 млн, собственный капитал Signify Health можно оценить в \$5,601 млрд.

Учитывая 223 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$25. Потенциал к верхней границе IPO в \$19 составляет 30%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Signify Health методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		49%	21%	34%	29%	24%	20%	17%	14%	11%	9%	8%	3,0%
(+) Выручка	338	502	605	813	1 047	1 301	1 564	1 826	2 079	2 317	2 535	2 731	2 813
(х) Операционная маржа	-2%	-2%	0%	2%	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	20%	20%
(=) EBIT	-7	-9	2	20	48	86	136	197	267	346	431	546	576
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	4	10	17	27	39	53	69	86	109	115
(=) NOPLAT	-7	-9	2	16	38	69	109	157	214	277	345	437	461
(-) Чистые реинвестиции	13	26	29	36	44	50	55	59	61	61	59	55	236
(=) FCFF	(20)	(34)	(26)	(20)	(5)	19	53	98	153	216	286	382	225
FCFF маржа, %		-6,8%	-4,4%	-2,5%	-0,5%	1,4%	3,4%	5,4%	7,4%	9,3%	11,3%	14,0%	
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,89x	0,84x	0,79x	0,74x	0,70x	0,66x	0,62x	0,59x	0,59x	
PV FCF			(25)	(18)	(5)	15	40	69	101	135	169	226	
Терминальная стоимость													7 877
PV Терминальной стоимости													4 647
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, х		0,80x	0,92x	1,17x	1,42x	1,65x	1,85x	2,02x	2,16x	2,26x	2,34x	2,53x	
Инвестированный капитал		629	658	695	738	788	844	903	963	1 024	1 083	1 079	
Чистое реинвестирование, %		-290%	1207%	226%	114%	73%	51%	38%	28%	22%	17%	13%	51%
Реинвестирование к выручке, %		5,1%	4,8%	4,5%	4,2%	3,8%	3,5%	3,2%	2,9%	2,6%	2,3%	2,0%	
ROIC, %		-1%	0%	2%	5%	9%	13%	17%	22%	27%	32%	41%	5,9%
Маржа NOPLAT, %		-2%	0%	2%	4%	5%	7%	9%	10%	12%	14%	16%	
Расчет WACC		2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Безрисковая ставка		1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%	
Бета послерыноговая		1,08	1,08	1,07	1,06	1,05	1,04	1,03	1,03	1,03	1,02	1,00	
Премия за риск инвестирования		4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
Стоимость собственного капитала		6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	
Ставка долга, до налогов		4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	
Ставка долга, после налогов		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
СК/Стоимость компании		95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	95%	
Долг/Стоимость компании		5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Средневзвешенная стоимость капитала		6,2%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде													707
(+) Стоимость в терминальном периоде													4 647
(х) Коэффициент на дату оценки													1,01x
(=) EV													5 389
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													299
(+) Наличность													88
(+) Поступления от IPO													423
(-) Стоимость выпущенных опционов													0
(=) Оценка собственного капитала													5 601
Рыночная капитализация USD													4 237
Целевая цена на акцию, USD													25
Максимум диапазона на IPO, USD													19
Потенциал роста, %													30%

Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

Риски: клиенты, конкуренция и законы

Государственное регулирование. Изменения в законодательстве США могут вызвать рост расходов или затруднение работы компании.

Пандемия. Пандемия COVID-19 значительно нарушила работу компании, и дальнейшее продолжение пандемии может негативно повлиять на бизнес компании, так как многие услуги компании были приостановлены.

Конкуренция. Компания работает в конкурентной отрасли, где присутствуют крупные игроки рынка, у которых значительно больше ресурсов.

Настоящий отчет подготовлен аналитиками компании АО «Фридом Финанс». Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги. Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент подготовки настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной. Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица могут предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, применимых в сфере деятельности оценки стоимости.
