

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

WCG Clinical (WCGC)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$22**

 Диапазон размещения: **\$15–17**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Сервисы

Оценка перед IPO

IPO WCGC: повышение эффективности клинических испытаний



Выручка, 1Q21 (млн USD)	138
EBIT, 1Q21 (млн USD)	-5
Прибыль, 1Q21 (млн USD)	-21
Чистый долг, 1Q21 (млн USD)	1 180

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-3

Капитализация IPO (млрд USD)	6,067
Акции после IPO (млн шт.)	379,18
Акции к размещению (млн шт.)	45
Объем IPO (млн USD)	720
Минимальная цена IPO (USD)	15
Максимальная цена IPO (USD)	17
Целевая цена (USD)	22
Дата IPO	4 августа

 Динамика акций | биржа/тикер **NASDAQ/wcgc**

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) | bekteмиrov@ffin.kz

4 августа состоится IPO компании WCG Clinical. Компания по разработке решений для клинических испытаний. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, Morgan Stanley, BofA Securities, Barclays, Jefferies, William Blair, BMO Capital Markets, UBS Investment Bank, SVB Leerink и HSBC.

О компании. WCG была основана в 2012 году при поддержке Arsenal Capital Partners с целью систематического преобразования разработки лекарств путем устранения ключевых критических болевых точек, отрицательно влияющих на эффективность клинических испытаний. Компания обслуживает всех участников экосистемы клинических испытаний, включая биофармацевтические компании и CRO, исследовательские центры, учреждения и исследователей, а также пациентов и группы защиты интересов. Набор технологических решений предоставляет услуги этической экспертизы, а также более широкие решения для клинических испытаний, включая планирование и оптимизацию исследований, вовлечение пациентов, а также услуги научной и нормативной проверки. С момента основания комплексными услугами компании воспользовались более 5 тысяч биофармацевтических компаний, 10 тысяч исследовательских центров и несколько миллионов пациентов. В 2020 году компания поддерживала более 580 клинических испытаний COVID-19. Сама компания имеет присутствие в 71 стране.

Решения компании. Одно из первых решений – это сегмент этической проверки, который предоставляет технологические услуги и гарантирует, что в клинических испытаниях соблюдаются права и защищается благополучие участников. За последние 20 лет WCG провела более 58 тысяч этических проверок. Второе решение нацелено на клинические испытания – сегмент CTS предоставляет интегрированный набор из более чем 40 технологических решений, которые поддерживают проведение эффективных клинических испытаний. Эти решения включают в себя патентованное программное обеспечение и специализированные клинические консультационные услуги, которые обеспечивают интегрированную поддержку рабочих процессов в ходе клинических испытаний и были разработаны с конкретной целью оптимизации эффективности. Также у компании есть «База знаний WCG», которая представляет собой набор данных, специально созданный для агрегирования широкого спектра данных о результатах клинических испытаний, собранных за многие годы работы.

Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$8,359 млрд при целевой цене \$22 на одну простую акцию с потенциалом роста 30%.

WCG Clinical: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	1Q21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	1Q21
Выручка	413	463	138	Наличность	33	178	175
Себестоимость	158	169	52	Наличность с ограничением	1	0	0
Валовая прибыль	255	294	86	Дебиторская задолженность	86	105	117
SG&A	90	90	29	Налог	3	2	8
D&A	65	206	53	Дебиторск. задолженность по невыставлен. счетам	9	4	3
Расходы, связанные с приобретением	27	38	9	Отложенные комиссии	3	4	4
EBITDA	138	166	48	Прочие активы	10	11	13
Амортизация	65	206	53	Текущие активы	145	304	320
EBIT	73	(40)	(5)	HMA	173	1704	1659
Процентные расходы	55	91	22	ПО	56	71	73
Прочие расходы/доходы	0	3	0	Активы в аренду	0	36	32
Донологовая прибыль	18	(134)	(26)	Отложенные комиссии	2	2	3
Налог	(0)	(39)	(6)	Затраты на выпуск долга	0	2	2
Чистая прибыль	18	(95)	(21)	Прочие активы	10	10	15
				Гудвилл	467	1708	1708
				Долгосрочные активы	708	3533	3492
Рост и маржа (%)	2019	2020	1Q21	Активы	852	3837	3812
Темпы роста выручки	-	12	33	Кредиторская задолженность	10	18	21
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Начисленные расходы	47	61	56
Темпы роста EBIT	-	-	-	Отложенный доход	11	12	12
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Обязательства по приобретению	8	2	0
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Аренда	0	8	8
Валовая маржа	62	64	63	Долг	5	11	11
EBITDA-маржа	33	36	35	Начисленные проценты	0	12	12
EBIT-маржа	18	-9	-3	Текущие обязательства	81	123	120
NOPLAT-маржа	-	-	-	Долг	668	1357	1355
Маржа чистой прибыли	4	-21	-15	Операционная аренда	0	35	31
				Обязательства по приобретению	2	5	8
				Отложенный доход	4	5	4
				Отложенная аренда	6	0	0
				Налог	17	375	375
				Долгосрочные обязательства	697	1775	1773
				Всего обязательств	778	1899	1893
				Конвертируемые акции	65	0	0
				Капитал	9	1938	1919
				Обязательства и собственный капитал	852	3837	3812
Cash Flow, млн USD	2019	2020	1Q21	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020	1Q21
CFO	61	124	16	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	65	206	53	ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
CFI	(102)	(3056)	(15)	ROIC, %	-	-	-
CapEx	(24)	(27)	(10)	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
CFF	39	3 110	(5)	WCTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
Денежный поток	(2)	178	(3)				
Наличность на начало года	35	0	178	Ликвидность и структура капитала	2019	2020	1Q21
Наличность на конец года	33	178	175	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	1,79	2,47	2,66
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	78	35	36
				Долг/собственные средства, x	20,27	7,63	7,75
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	4	5	5
				Активы/собственный капитал, x	90,98	1,98	1,99
Справочные данные	2019	2020	1Q21	Мультипликаторы	2019	2020	1Q21
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-	P/B, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	24	27	10				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

WCG Clinical: ключевые факты

WCG Clinical (WCGC). Компания по разработке решений для клинических испытаний.

WCG была основана в 2012 году при поддержке Arsenal Capital Partners с целью систематического преобразования разработки лекарств путем устранения ключевых критических болевых точек, отрицательно влияющих на эффективность клинических испытаний.

Компания обслуживает всех участников экосистемы клинических испытаний, включая биофармацевтические компании и CRO, исследовательские центры, учреждения и исследователей, а также пациентов и группы защиты интересов.

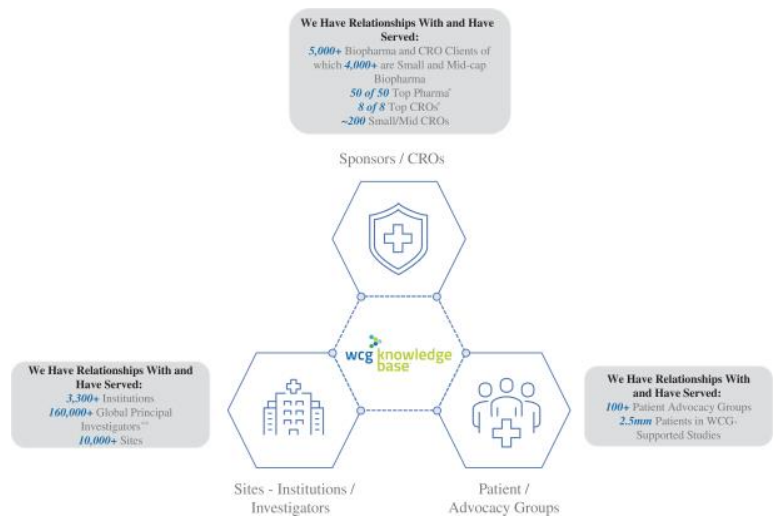
Набор технологических решений предоставляет услуги этической экспертизы, а также более широкие решения для клинических испытаний, включая планирование и оптимизацию исследований, вовлечение пациентов и услуги научной и нормативной проверки.

С момента основания комплексными услугами компании воспользовались более 5 тысяч биофармацевтических компаний, 10 тысяч исследовательских центров и несколько миллионов пациентов.

В 2020 году компания поддерживала более 580 клинических испытаний COVID-19.

Сама компания имеет присутствие в 71 стране.

Иллюстрация 1. Экосистема WCG Clinical



Источник: на основе данных компании

Как компания обслуживает клиентов. Одно из первых решений – это сегмент этической проверки, который предоставляет технологические услуги и гарантирует, что в клинических испытаниях соблюдаются права и защищается благополучие участников. За последние 20 лет WCG провела более 58 тысяч этических проверок.

Второе решение нацелено на клинические испытания – сегмент CTS предоставляет интегрированный набор из более чем 40 технологических решений, которые поддерживают проведение эффективных клинических испытаний. Эти решения включают в себя патентованное программное обеспечение и специализированные

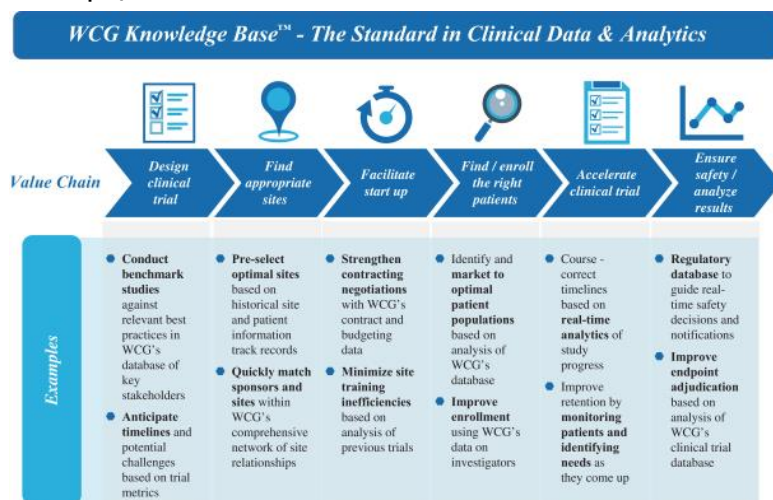
клинические консультационные услуги, которые обеспечивают интегрированную поддержку рабочих процессов в ходе клинических испытаний и были разработаны с конкретной целью оптимизации эффективности.

В целом компания предоставляет услуги этического обзора (выполнение нормативных обязательств по защите участников), планирования исследования и оптимизации генома (предоставляет аналитические данные на основе данных для определения, активации и сравнения производительности наиболее эффективных геномов), вовлечения пациентов (регистрация и удержание целевых групп), научного и нормативного обзора (подача нормативных документов, включая специализированный биостатистический анализ и экспертизу конечных точек).

Также у компании есть «База знаний WCG», которая представляет собой набор данных, специально созданный для агрегирования широкого спектра данных о результатах клинических испытаний, собранных за многие годы работы.

Компания имеет стратегически разработанные собственные алгоритмы, которые запрашивают базу знаний WCG Knowledge Base и предоставляют информацию по вопросам, которые имеют ключевое значение для принятия эффективных решений по клиническим испытаниям.

Иллюстрация 2. База знаний WCG



Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок. Компания оценивает свой адресный рынок в 2021 году в \$8,9 млрд с ростом до \$11,7 млрд к 2023 году.

Оценка WCG Clinical: консервативный прогноз и потенциал роста 30%

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по различным типам выручки – выручка от ER (этическая экспертиза) и выручка от CTS (решение для клинических испытаний).

Выручка от ER. В 2020 году темпы роста выручки от ER составили 18% с дальнейшим ускорением до 23% в первом квартале 2021 года. Ускорение было на фоне роста объемов, связанных с исследованием COVID-19. Мы ожидаем, что темпы роста выручки в 2021 году составят 20% с дальнейшим замедлением до 5% к 2030-му прогнозируемому году. Выручка от ER вырастет с 239 млн в 2020 году до 681 млн к 2030-му прогнозируемому году. Основной драйвер роста – это увеличение скорости вывода на рынок лечения и сокращение затрат систем здравоохранения за счет устранения ненужных юридических задержек. Например, компания внедрила трансформацию процесса IRB (независимый комитет, созданный для обзора и утверждения исследований с участием людей), что приводит к экономии \$3,1 млн на испытаниях фазы 3, и в целом компания помогла сэкономить \$1,2 млрд в 2020 году.

Выручка от CTS. В 2020 году темпы роста составили 6%, а в первом квартале 2021 года наблюдалось ускорение до 44%. Драйверами роста были рост количества исследований, связанных с COVID-19, и приобретение компании Trifecta. Мы ожидаем, что в 2021 году темпы роста составят 35% с дальнейшим замедлением до 10% к 2030-му прогнозируемому году. Основной драйвер роста выручки – это база знаний компании, которая помогает выявлять нужные геномы или ДНК для потенциальных разработок, взаимодействия с пациентами. Например, компания помогла крупной биофармацевтической компании повысить разнообразие участников на 42%.

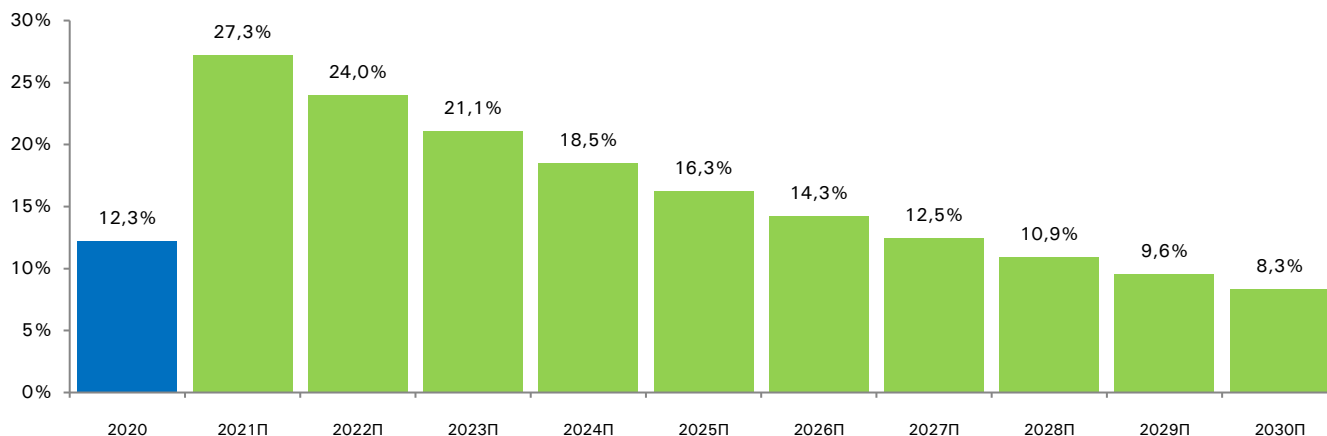
С учетом всех вводных данных мы прогнозируем ускорение темпов роста с 12,3% в 2020 году до 27,3% в 2021-м прогнозируемом году с дальнейшим замедлением до 8,3% к 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$463 млн в 2020 году до \$2,066 млрд к 2030-му прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Модель выручки WCG Clinical

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Выручка от ER, млн USD	202	239	287	337	386	436	483	529	572	611	648	681
Темпы роста, %		18%	20%	17%	15%	13%	11%	9%	8%	7%	6%	5%
Выручка от CTS, млн USD	211	224	302	395	499	614	737	866	997	1129	1259	1385
Темпы роста, %		6%	35%	30%	26%	23%	20%	17%	15%	13%	11%	10%
Всего выручки, млн USD	413	463	590	731	886	1050	1221	1395	1569	1740	1907	2066
Темпы роста, %		12,3%	27,3%	24,0%	21,1%	18,5%	16,3%	14,3%	12,5%	10,9%	9,6%	8,3%

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

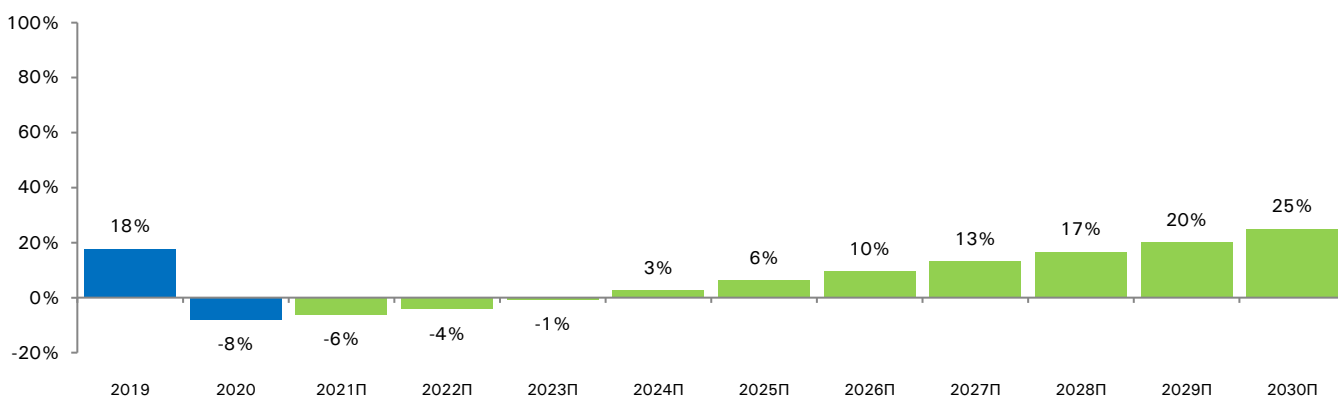
График 1. Прогноз темпов роста WCG Clinical



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

2. Рост показателей маржи до значений 25%. В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -8% и в первом квартале 2021 года были равны -3%. Мы сделали консервативный прогноз маржи на уровне 25% с учетом среднеотраслевых значений. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 22,6% до среднеотраслевых 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,287 млрд.

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 приравнивали к затратам на капитал в 3,3%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 90% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$156 млн) и зрелого (\$8,774 млрд) периодов, составит \$8,855 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$1,391 млрд, наличность на счетах в \$175 млн и поступления от IPO в \$720 млн, собственный капитал WCG Clinical можно оценить в \$8,359 млрд.

Учитывая 379,18 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$22. Потенциал к верхней границе IPO в \$17 составляет 30%.

Иллюстрация 4. Модель оценки WCG Clinical методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпа роста выручки, %		12%	27%	24%	21%	19%	16%	14%	12%	11%	10%	8%	3,0%
(+) Выручка	413	463	590	731	886	1 050	1 221	1 395	1 569	1 740	1 907	2 066	1 964
(х) Операционная маржа	18%	-8%	-6%	-4%	-1%	3%	6%	10%	13%	17%	20%	25%	25%
(=) EBIT	73	-37	-36	-30	-6	29	76	135	206	289	382	516	491
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	14	27	41	58	76	103	98
(=) NOPLAT	73	-37	-36	-30	-6	29	62	108	165	231	306	413	393
(-) чистые реинвестиции	-22	105	122	137	148	155	157	151	140	121	95	62	355
(=) FCFF	95	(142)	(158)	(167)	(155)	(126)	(95)	(44)	25	110	211	351	38
FCFF маржа, %	23%	-31%	-27%	-23%	-17%	-12%	-8%	-3%	2%	6%	11%	17%	
(х) фактор дисконтирования			0,97x	0,95x	0,92x	0,89x	0,87x	0,84x	0,82x	0,79x	0,77x	0,74x	
PV FCF			(154)	(158)	(142)	(113)	(82)	(37)	21	87	162	260	
Терминальная стоимость													11 838
PV Терминальной стоимости													8 774
Имплицированные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		0,26x	0,31x	0,36x	0,41x	0,45x	0,49x	0,53x	0,56x	0,60x	0,63x	0,67x	
Инвестированный капитал		1 779	1 901	2 038	2 186	2 341	2 498	2 649	2 789	2 910	3 004	3 066	
Чистое реинвестирование, %		-286%	-338%	-450%	-2389%	537%	254%	140%	85%	52%	31%	15%	90%
Реинвестирование к выручке, %		22,6%	20,7%	18,7%	16,8%	14,8%	12,8%	10,9%	8,9%	6,9%	5,0%	3,0%	
ROIC, %		-2%	-2%	-1%	0%	1%	2%	4%	6%	8%	10%	13%	3,3%
Маржа NOPLAT, %		-8%	-6%	-4%	-1%	3%	5%	8%	11%	13%	16%	20%	
Расчет WACC		2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Безрисковая ставка		1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Бета послерыноговая		0,80	0,82	0,84	0,86	0,88	0,90	0,92	0,94	0,96	1,00		
Премия за риск инвестирования		4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
Стоимость собственного капитала		4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	5,1%	5,2%	5,3%	5,4%	5,6%		
Ставка долга, до налогов		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Ставка долга, после налогов		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
СК/Стоимость компании		60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	
Долг/Стоимость компании		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	
Средневзвешенная стоимость капитала		2,8%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%	3,3%		
Кумулятивная стоимость капитала		1,0x	0,9x	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде		(156)											
(+) Стоимость в терминальном периоде		8 774											
(х) Коэффициент на дату оценки		1,03x											
(=) EV		8 855											
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		1 391											
(+) Наличность		175											
(+) Поступления от IPO		720											
(-) Стоимость выпущенных опционов		0											
(=) Оценка собственного капитала		8 359											
Рыночная капитализация		6 446											
Целевая цена на акцию, USD		22,0											
Максимум диапазона на IPO, USD		17											
Потенциал роста, %		30%											

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

Риски: клиенты, конкуренция и потенциальные приобретения

Клиенты. Если компания не сможет привлекать и увеличивать клиентскую базу, то это способно негативно сказаться на росте выручки компании.

Конкуренция. Среди конкурентов компании можно отметить Advarga, eResearch Technology, Medidata Solutions, Signant Health и других поставщиков услуг.

Потенциальные приобретения. Компания в будущем может покупать другие компании и технологии, которые могут отрицательно повлиять на операционные результаты.

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.
