

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Ensemble Health (ENSB)

 Потенциал роста: **31%**

 Целевая цена: **\$28,8**

 Диапазон размещения: **\$19–22**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Услуги управления

Оценка перед IPO

IPO ENSB: платформа для управления циклом выручки



Выручка, 6M21 (млн USD)	401
ЕБИТ, 6M21 (млн USD)	96
Прибыль, 6M21 (млн USD)	67
Чистый долг, 6M21 (млн USD)	1 325

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа ЕБИТ (%)	24

Капитализация IPO (млрд USD)	3 624
Акции после IPO (млн шт.)	176,8
Акции к размещению (млн шт.)	29,5
Объем IPO (млн USD)	605
Минимальная цена IPO (USD)	19
Максимальная цена IPO (USD)	22
Целевая цена (USD)	28,8
Дата IPO	27 октября

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

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

27 октября пройдет IPO компании Ensemble Health. Компания предоставляет платформу для управления циклом доходов в сфере здравоохранения. Андеррайтеры размещения – Goldman Sachs, BofA Securities, Deutsche Bank, Guggenheim Securities, Credit Suisse, Evercore ISI, Wells Fargo Securities, SVB Leerink.

О компании. Управление циклом доходов (RCM) для систем здравоохранения, включая больницы и связанные с ними группы врачей. Компания управляет и оптимизирует операции RCM систем здравоохранения от приема пациентов до сбора доходов, развертывая масштабируемую операционную модель, которая использует сочетание операторов, проверенных процессов и запатентованных облачных технологий. Компания получает большую часть чистой выручки от долгосрочных непрерывных контрактов RCM, которые обычно имеют первоначальный срок 5–10 лет с последующим автоматическим продлением. С 2017 года NRP (чистый доход клиентов) под управлением компании вырос с \$4 млрд до \$21 млрд к 30 июня 2021 года.

Решения компании. Компания предлагает комплексное решение RCM, которая охватывает весь процесс получения дохода – от приема пациентов до сбора доходов. Система Ensemble начинает отслеживать пациента еще до того, как он прибудет в медицинское учреждение, выполняя предварительную регистрацию, планирование, а также авторизацию и проверку страховки. Цифровое взаимодействие с пациентами использует коммуникационные технологии на базе искусственного интеллекта с такими функциями, как двусторонние текстовые сообщения, интерактивные голосовые вызовы, электронная почта, онлайн-чат и веб-чат-боты.

Технология компании. Ensemble IQ – это запатентованная облачная технологическая платформа, состоящая из трех основных компонентов: прием данных, автоматизация рабочего процесса и бизнес-аналитика. Технология компании работает по принципу: прием данных – прием и стандартизация объема данных для использования в аналитике и рабочих процессах. Автоматизация рабочих процессов – алгоритм и механизмы для анализа наборов данных, выявления ошибок и взаимодействия с клиентами и плательщиками. Бизнес-аналитика – мониторинг в реальном времени различных данных для автоматического создания отчетов.

Потенциальный рынок. По данным Global Market Insights, мировой рынок управления циклом доходов в сфере здравоохранения оценивается в \$98,3 млрд в 2020 году с прогнозируемым ростом до \$230 млрд к 2027 году.

Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$5,096 млрд при целевой цене \$28,8 на одну простую акцию с потенциалом роста 31%.

Ensemble Health Partners: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	6M21	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020	6M21
Выручка	576	600	401	Наличность	78	125	76
Себестоимость	345	373	243	Дебиторская задолженность	43	64	96
Валовая прибыль	230	227	158	Дебиторская задолженность связанных сторон	42	53	59
SG&A	54	86	57	Прочие активы	2	4	9
Прочие	3	3	5	Текущие активы	165	247	241
ЕБИТДА	198	193	126	ОС	21	35	39
Амортизация	24	55	30	НМА	1347	1301	1302
ЕБИТ	174	138	96	Гудвилл	411	415	458
Процентные расходы	(19)	(35)	(27)	Активы в аренду	2	74	72
Налог	(7)	(1)	(2)	Прочие активы	2	2	1
Прочие расходы/доходы	0	(1)	0	Долгосрочные активы	1784	1827	1873
Чистая прибыль	149	101	67	Активы	1949	2074	2114
Рост и маржа (%)	2019	2020	6M21	Кредиторская задолженность	8	10	15
Темпы роста выручки	-	4	55	Кредиторская задолженность связанных сторон	15	9	11
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Заработная плата	32	56	56
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	Начисленные проценты	7	5	10
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Прочие обязательства	0	0	11
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Отложенный доход	0	18	29
Валовая маржа	40	38	39	Аренда	1	4	4
ЕБИТДА-маржа	34	32	31	Долг	7	7	15
ЕБИТ-маржа	30	23	24	Текущие обязательства	71	109	151
NOPLAT-маржа	-	-	-	Долг	643	640	1401
Маржа чистой прибыли	26	17	17	Аренда	2	70	69
				Отложенный доход	0	21	3
				Прочие обязательства	0	0	29
				Долгосрочные обязательства	645	730	1502
				Всего обязательств	715	839	1653
				Конвертируемые акции	0	0	0
				Капитал	1	1	461
				Обязательства и собственный капитал	1949	2074	2114
Cash Flow, млн USD	2019	2020	6M21	Позлементный анализ ROIC	2019	2020	6M21
СФО	227	188	68	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	24	55	30	ICTO, x	-	-	-
				AICTO, x	-	-	-
				ROIC, %	-	-	-
				Себестоимость/выручка, %	-	-	-
				Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
				WCSTO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
CFI	(125)	(29)	(64)	Ликвидность и структура капитала	2019	2020	6M21
CapEx	(12)	(26)	(9)	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
				Текущая ликвидность, x	2,34	2,26	1,59
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
				Долг/активы, %	33	31	66
				Долг/собственные средства, x	8,28	5,10	18,42
				Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	4	6	4
				Активы/собственный капитал, x	1,58	1,68	4,59
CFF	(1)	(111)	(54)	Мультипликаторы	2019	2020	6M21
Денежный поток	(15)	48	(49)	P/B, x	-	-	-
Наличность на начало года	93	78	125	P/E, x	-	-	-
Наличность на конец года	78	125	76	P/S, x	-	-	-
				EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
Справочные данные	2019	2020	6M21				
Акции в обращении, млн шт.	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	12	26	9				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Ensemble Health Partners: ключевые факты

Ensemble Health Partners (ENSB). Компания предоставляет платформу для управления циклом доходов в сфере здравоохранения.

Компания является поставщиком технологических решений для управления циклом доходов (RCM) для систем здравоохранения, включая больницы и связанные с ними группы врачей.

Компания управляет и оптимизирует операции RCM систем здравоохранения от приема пациентов до сбора доходов, развывая масштабируемую операционную модель, которая использует сочетание операторов, проверенных процессов и запатентованных облачных технологий.

Компания получает большую часть чистой выручки от долгосрочных непрерывных контрактов RCM, которые обычно имеют первоначальный срок 5–10 лет с последующим автоматическим продлением.

С 2017 года NRP (чистый доход клиентов) под управлением компании вырос с \$4 млрд до \$21 млрд к 30 июня 2021 года.

Решения компании. Компания предлагает комплексное решение RCM, которая охватывает весь процесс получения дохода – от приема пациентов до сбора доходов.

Иллюстрация 1. Решение компании



Источник: на основе данных компании

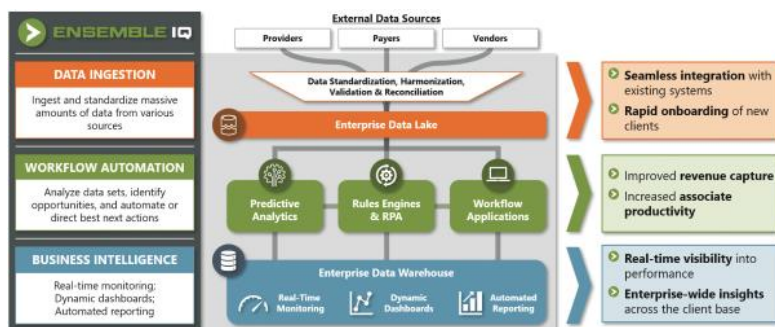
Система Ensemble начинает отслеживать пациента еще до того, как он прибывает в медицинское учреждение, выполняя предварительную регистрацию, планирование, а также авторизацию и проверку страховки. Цифровое взаимодействие с пациентами использует коммуникационные технологии на базе искусственного интеллекта с такими функциями, как двусторонние текстовые сообщения, интерактивные голосовые вызовы, электронная почта, онлайн-чат и веб-чат-боты.

Технология компании. Ensemble IQ – это запатентованная облачная технологическая платформа, состоящая из трех основных компонентов: прием данных, автоматизация рабочего процесса и бизнес-аналитика.

Технология компании работает по принципу:

- Прием данных – прием и стандартизация объема данных для использования в аналитике и рабочих процессах.

- Автоматизация рабочих процессов – алгоритм и механизмы для анализа наборов данных, выявления ошибок и взаимодействия с клиентами и плательщиками.
- Бизнес-аналитика – мониторинг в реальном времени различных данных для автоматического создания отчетов.

Иллюстрация 2. Технология компании


Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок. По данным Global Market Insights, мировой рынок управления циклом доходов в сфере здравоохранения оценивается в \$98,3 млрд в 2020 году с прогнозируемым ростом до \$230 млрд к 2027 году.

Основными драйверами этого ожидаемого роста являются растущее давление на системы здравоохранения с целью оптимизации их процессов управления доходами и денежными средствами.

Оценка Ensemble Health Partners: потенциал свыше 31% с долей рынка свыше 0,91%

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные компании по выручке и потенциальный рынок компании.

Доля рынка компании. В 2020 году доля рынка компании составила 0,61% и сократилась на 15% г/г. Влияние на снижение темпов роста выручки было из-за снижений комиссий на фоне пандемии и смены собственника компании (в 2019 году 51% акций компании был приобретен Golden Gate Capital). Мы ожидаем, что с 2020 года доля рынка компании вырастет с 0,61 до 0,91% к 2030-му прогнозируемому году.

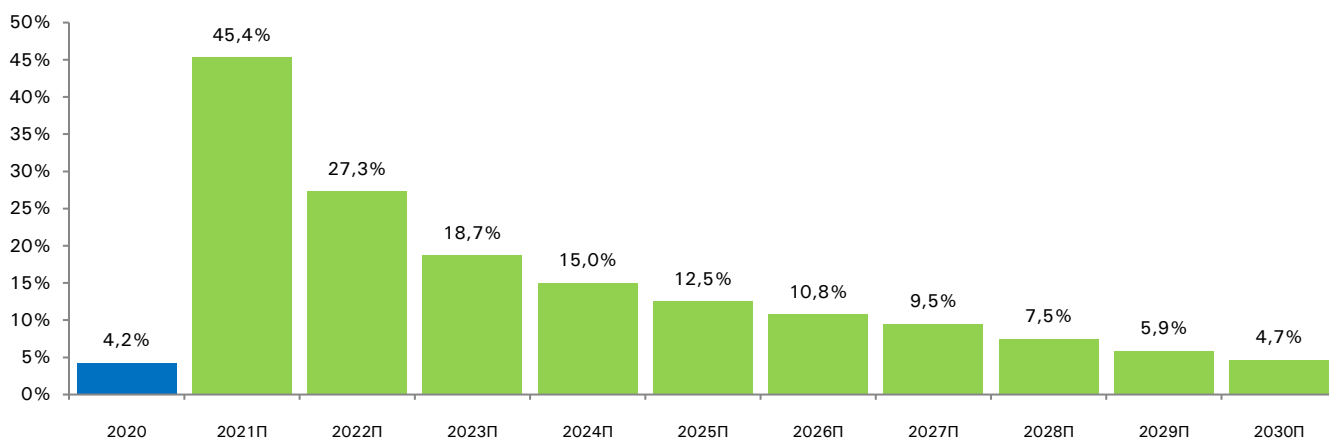
С учетом всех вводных данных мы прогнозируем ускорение темпов роста с 4,2% в 2020 году до 45,4% в 2021-м прогнозируемом году с дальнейшим замедлением до 4,7% к 2030-му прогнозируемому году. Общая выручка компании вырастет с \$600 млн в 2020 году до \$2,466 млрд к 2030-му прогнозируемому году. Главные драйверы роста выручки компании – это лидирующие позиции на растущем рынке.

Иллюстрация 3. Модель выручки Ensemble Health Partners

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Потенциальный рынок, млрд USD	80,00	98,30	117,1	135,9	154,7	173,6	192,4	211,2	230,0	246,4	260,4	272,3
Темпы роста, %		23%	19%	16%	14%	12%	11%	10%	9%	7%	6%	5%
Доля рынка, %	0,72%	0,61%	0,74%	0,82%	0,85%	0,87%	0,89%	0,89%	0,90%	0,90%	0,90%	0,91%
Темпы роста, %		-15%	22%	10%	4%	3%	2%	1%	1%	0%	0%	0%
Всего выручки, млн USD	576	600	872	1110	1318	1516	1706	1890	2070	2224	2356	2466
Темпы роста, %		4,2%	45,4%	27,3%	18,7%	15,0%	12,5%	10,8%	9,5%	7,5%	5,9%	4,7%

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

График 1. Прогноз темпов роста Ensemble Health Partners

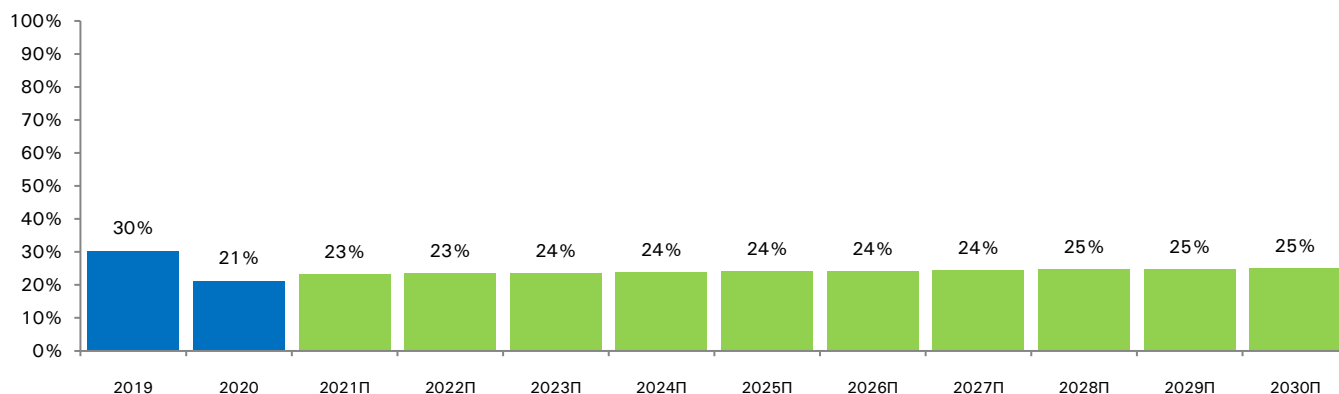


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 25%.

В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны 23% и в 1ПГ2021 года были равны 24%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнили к среднеотраслевым значениям в 25%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 53,6% до среднеотраслевых 6%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$850 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 приравнили к затратам на капитал в 6%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 50% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$1,157 млрд) и зрелого (\$4,413 млрд) периодов, составит \$5,886 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$1,471 млрд, наличность на счетах в \$76 млн и поступления от IPO в \$605 млн, собственный капитал Ensemble Health Partners можно оценить в \$5,096 млрд.

Учитывая 176,8 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$28,8. Потенциал к верхней границе IPO в \$22 составляет 31%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Ensemble Health Partners методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпа роста выручки, %		4%	45%	27%	19%	15%	13%	11%	10%	7%	6%	5%	3,0%
(+) Выручка	576	600	872	1 110	1 318	1 516	1 706	1 890	2 070	2 224	2 356	2 466	2 427
(х) Операционная маржа	30%	21%	23%	23%	24%	24%	24%	24%	24%	25%	25%	25%	25%
(=) EBIT	174	127	202	259	311	360	409	457	504	547	584	616	607
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	25	40	52	62	72	82	91	101	109	117	123	121
(=) NOPLAT	174	102	162	208	248	288	327	365	404	437	467	493	485
(-) чистые реинвестиции	274	322	281	214	153	105	116	125	134	141	145	148	243
(=) FCFF	(100)	(220)	(119)	(7)	96	183	211	240	270	297	322	345	242
FCFF маржа, %	-17%	-37%	-14%	-1%	7%	12%	12%	13%	13%	13%	14%	14%	14%
(х) фактор дисконтирования			0,94x	0,88x	0,83x	0,78x	0,73x	0,69x	0,65x	0,61x	0,58x	0,55x	
PV FCF			(112)	(6)	80	143	155	166	175	182	186	188	
Терминальная стоимость													8 095
PV Терминальной стоимости													4 413
Имплицированные переменные модели		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		0,40x	0,49x	0,56x	0,62x	0,68x	0,73x	0,76x	0,79x	0,81x	0,81x	0,81x	
Инвестированный капитал		1 483	1 764	1 978	2 131	2 236	2 352	2 477	2 611	2 752	2 897	3 045	
Чистое реинвестирование, %		316%	174%	103%	61%	37%	35%	34%	33%	32%	31%	30%	50%
Реинвестирование к выручке, %		53,6%	32,2%	19,3%	11,6%	6,9%	6,8%	6,6%	6,5%	6,3%	6,2%	6,0%	
ROIC, %		7%	9%	10%	12%	13%	14%	15%	15%	16%	16%	16%	6,0%
Маржа NOPLAT, %		17%	19%	19%	19%	19%	19%	19%	20%	20%	20%	20%	
Расчет WACC		2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Безрисковая ставка		1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Бета послерыноговая		1,13	1,12	1,10	1,09	1,08	1,06	1,05	1,04	1,03	1,03	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		7,1%	7,0%	7,0%	6,9%	6,9%	6,8%	6,7%	6,7%	6,6%	6,6%	6,5%	
Ставка долга, до налогов		5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	
Ставка долга, после налогов		4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	
СК/Стоимость компании		78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	78%	
Долг/Стоимость компании		22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	
Средневзвешенная стоимость капитала		6,5%	6,4%	6,4%	6,3%	6,3%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x		
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде		1 157											
(+) Стоимость в терминальном периоде		4 413											
(х) Коэффициент на дату оценки		1,06x											
(=) EV		5 886											
(-) Долг (вкл. операционную аренду)		1 471											
(+) Наличность		76											
(+) Поступления от IPO		605											
(-) Стоимость выпущенных опционов		0											
(=) Оценка собственного капитала		5 096											
Рыночная капитализация		3 889											
Целевая цена на акцию, USD		28,8											
Максимум диапазона на IPO, USD		22											
Потенциал роста, %		31%											

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

Риски: клиенты, персонал и поставщики

Клиенты. Если компания не сможет удержать текущих клиентов и привлечь новых, то это способно негативно сказаться на выручке компании (на долю пяти крупнейших клиентов приходилось 78% дебиторской задолженности компании и 80% выручки).

Персонал. Если компания не сможет нанимать или удерживать высококвалифицированный персонал, то это способно повлиять на текущее финансовое состояние компании и будущий рост.

Сторонние поставщики. Компания использует услуги сторонних поставщиков, таких Microsoft Azure, и перебои в работе данных поставщиков могут негативно повлиять на работу платформы компании.

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.
