

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# В процессе

Progyny, Inc (PGNY)

 Потенциал роста: -  
 Целевая цена: -  
 Диапазон размещения: -

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Здравоохранение

[обзор перед IPO](#)

## IPO PGNY: услуги по обеспечению здоровой беременности



Выручка, 2018 (млн USD)	105
EBIT, 2018 (млн USD)	-3
Прибыль, 2018 (млн USD)	-6
Чистый долг, 2Q19 (млн USD)	3

P/E, 2019 (x)	—
P/S, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-3

Капитализация IPO (млрд USD)	—
Акции после IPO (млн шт)	—
Акции к размещению (млн шт)	—
Объем IPO (млн USD)	—
Минимальная цена IPO (USD)	—
Максимальная цена IPO (USD)	—
Целевая цена (USD)	—
Дата IPO	—

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

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 сентября заявку на IPO подала компания Progyny, которая помогает клиентам управлять расходами и искать необходимые ресурсы для лечения бесплодия. Компания занимает 59 место в списке Inc 5000. Среди инвесторов компании стоит отметить 2 крупные фармацевтические компании - GlaxoSmithKline и Merck KGaA.

**О компании Progyny.** Компания начала свою деятельность в 2008 году как образовательная платформа для людей, занимающихся экстракорпоральным оплодотворением, и в 2015 году сменила название на Progyny после того, как начала предлагать услуги по замораживанию яйцеклеток и разрабатывать планы пациентов для ЭКО (экстракорпоральное оплодотворение). Компания функционирует в области женского здоровья наряду с поддерживаемыми венчурными стартапами, такими как Carrot Fertility, что является важным для работодателей как инструмент для найма и удержания сотрудников.

**Чем занимается компания.** Ранее работодатели редко покрывали оплодотворение in vitro (проведение опытов вне живого организма), замораживание яйцеклеток и другие виды помощи при бесплодии, так как данные услуги стоят дорого: in vitro может стоить \$25 тыс. за попытку. Progyny в свою очередь предоставляет 2 услуги: Fertility Benefits Solution и Progyny Rx, которые являются более эффективным и экономичным методом лечения. Fertility Benefits Solution включает в себя 17 различных «пакетов» лечения, клиенты же получают доступ к сети специалистов и комплексное лечение бесплодия (различные тесты и доступ к новейшим технологиям). Помимо этого, Progyny предоставляет наставника, который помогает понять риски и смысл процедур. В среднем клиенты имеют 15 взаимодействий со своим наставником за период лечения. Также у Progyny есть свой собственный клинический персонал в области репродуктивной эндокринологии, социальной работы и других, который разрабатывает учебную программу. Progyny Rx предоставляет доступ к лекарствам, которые необходимы для лечения бесплодия. В рамках этого решения предоставляются разработка плана составления формуляров и своевременная доставка лекарств (исключается риск пропущенных циклов лечения).

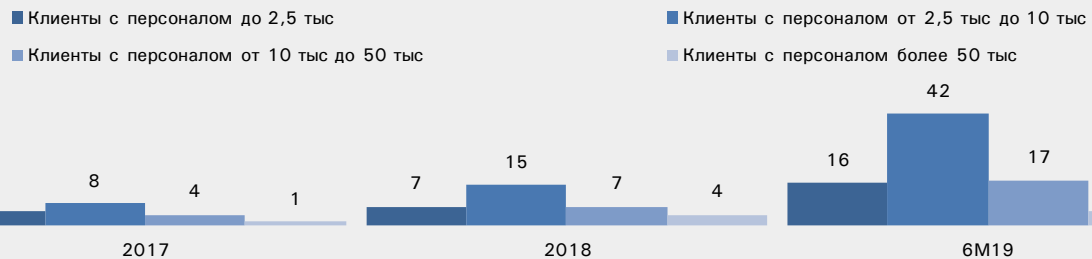
**За последние 3,5 года средний рост - свыше 100%, при этом компания прибыльна в 1ПГ19 года.** За последние 3 года темпы роста компании составили +119,8% в 2017 году и +116,9% в 2018 году. Основными драйверами роста стали рост численности клиентов и запуск Progyny RX (2018 год). В 1ПГ19 года темпы роста составили 113,5%, а драйверами роста стали увеличение клиентов и рост продаж решения Progyny RX на 515%. Валовая маржа в свою очередь демонстрирует рост с 3,3% в 2016 году до 20,7% в 1ПГ19 года. Также рост демонстрируют показатели операционной маржи и маржи чистой прибыли. Главным драйвером роста операционной маржи стало снижение расходов S&M с 11% в 2016 г. до 5% за 1ПГ19 и G&A с 58% до 10% в 1ПГ19.

## Progyny: финансовые показатели

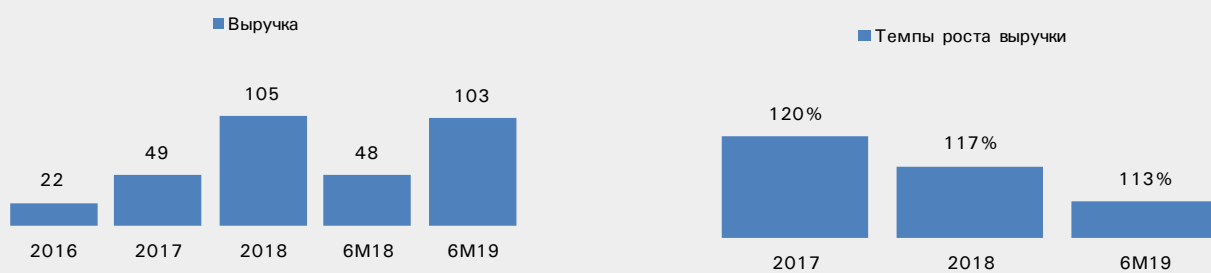
Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	6M19
<b>Выручка</b>	<b>49</b>	<b>105</b>	<b>103</b>
Себестоимость	41	86	82
<b>Валовая прибыль</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>21</b>
S&M	4	7	5
G&A	14	16	10
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(9)</b>	<b>(2)</b>	<b>7</b>
Амортизация	2	2	1
<b>ЕБИТ</b>	<b>(11)</b>	<b>(3)</b>	<b>5</b>
Процентный расход	(1)	(0)	(0)
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(12)</b>	<b>(4)</b>	<b>5</b>
Налог	0	2	(0)
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(12)</b>	<b>(6)</b>	<b>5</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Темпы роста выручки	120%	117%	113%
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	15%	18%	21%
ЕБИТДА маржа	-19%	-1%	6%
ЕБИТ маржа	-23%	-3%	5%
NOPLAT маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-24%	-5%	5%
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
<b>CFO</b>	<b>(9)</b>	<b>2</b>	<b>(2)</b>
D&A	2	2	1
<b>CFI</b>	<b>(1)</b>	<b>2</b>	<b>(0)</b>
CapEx	(1)	(1)	(0)
<b>CFF</b>	<b>12</b>	<b>(9)</b>	<b>2</b>
<b>Денежный поток</b>	<b>2</b>	<b>(5)</b>	<b>0</b>
Наличность на начало года	3	5	0
Наличность на конец года	5	0	0
<b>Справочные данные</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Акции в обращении, млн штук	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-
EV, USD	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	1	1	0
Рабочий капитал, USD	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-
BV, USD	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-
<b>Балансовый отчет, млн USD</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Наличность	5	0	0
Дебиторская задолженность	11	23	44
Прочие активы	1	1	1
Активы прекращенной деятельности	0	0	0
<b>Текущие активы</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>46</b>
ОС	1	1	1
Гудвилл	12	12	12
НМА	5	4	3
Прочие	0	0	2
<b>Долгосрочные активы</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>17</b>
<b>Активы</b>	<b>35</b>	<b>41</b>	<b>63</b>
Кредиторская задолженность	5	16	24
Начисленные расходы	7	10	14
Конве-мые обязательства по акциям	2	5	6
Краткосрочный долг	0	0	3
<b>Текущие обязательства</b>	<b>14</b>	<b>30</b>	<b>46</b>
Долг	2	0	0
Обязательства по прекращенной деятельности	5	0	0
<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Всего обязательства</b>	<b>21</b>	<b>30</b>	<b>46</b>
<b>Конвертируемые акции</b>	<b>108</b>	<b>106</b>	<b>106</b>
<b>Капитал</b>	<b>-98</b>	<b>-95</b>	<b>-90</b>
<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>35</b>	<b>41</b>	<b>63</b>
<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICFO, x	-	-	-
ACFO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Операционные издержки/выручка, %	-123%	-103%	-95%
WCTO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
Текущая ликвидность, x	1,18	0,81	0,99
Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Долг/активы, %	5%	0%	0%
Долг/собственные средства, x	-	-	-
Долг/IC, %	-	-	-
Собственные средства/активы, %	13%	0%	0%
Активы/собственный капитал, x	-	-	-
<b>Мультипликаторы</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>6M19</b>
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

## Прогнуну: ключевые цифры

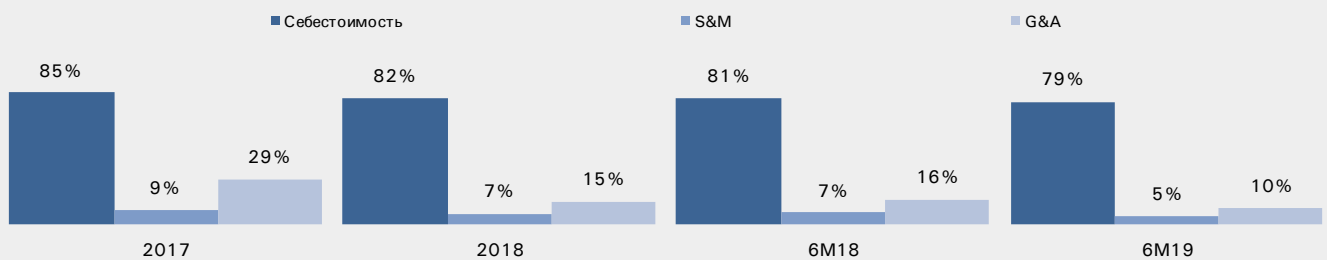
### Операционная метрика



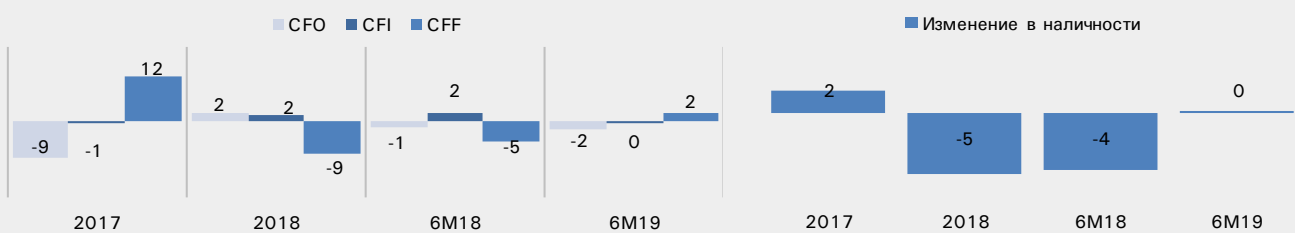
### Выручка и темпы роста



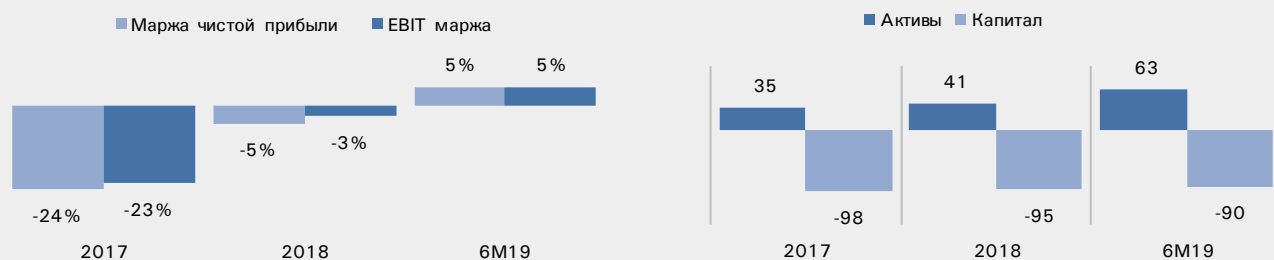
### Расходы и их структура



### Денежные потоки



### Маржа и активы



## Progyny: ключевые факты

### Progyny помогает клиентам управлять расходами и искать необходимые ресурсы для лечения бесплодия.

Компания начала свою деятельность в 2008 году как образовательная платформа для людей, занимающихся экстракорпоральным оплодотворением, и в 2015 году сменила название на Progyny после того, как начала предлагать услуги по замораживанию яйцеклеток и разрабатывать планы пациентов для ЭКО (экстракорпоральное оплодотворение).

Компания функционирует в области женского здоровья наряду с поддерживаемыми венчурными стартапами, такими как Carrot Fertility, что является важным для работодателей как инструмент для найма и удержания сотрудников.

Среди инвесторов компании стоит отметить 2 крупнейших инвесторов Progyny - крупные фармацевтические компании GlaxoSmithKline и Merck KGaA. Всего на раундах инвестирования компания привлекла \$99,5 млн.

### Иллюстрация 1. Официальный сайт Progyny



Источник: на основе данных компании

**Чем занимается компания.** Ранее работодатели редко покрывали оплодотворение *in vitro* (это технология выполнения экспериментов, когда опыты проводятся «в пробирке» — вне живого организма), замораживание яйцеклеток и другие виды помощи при бесплодии, так как данные услуги стоят дорого: *in vitro* может стоить \$25 тыс. за попытку.

Progyny в свою очередь предоставляет 2 услуги: Fertility Benefits Solution и Progyny R, которые являются более эффективным и экономичным методом лечения.

**Fertility Benefits Solution** - решения для повышения фертильности, которое включает в себя предоставление участникам доступа к эффективным и экономичным методам лечения от бесплодия.

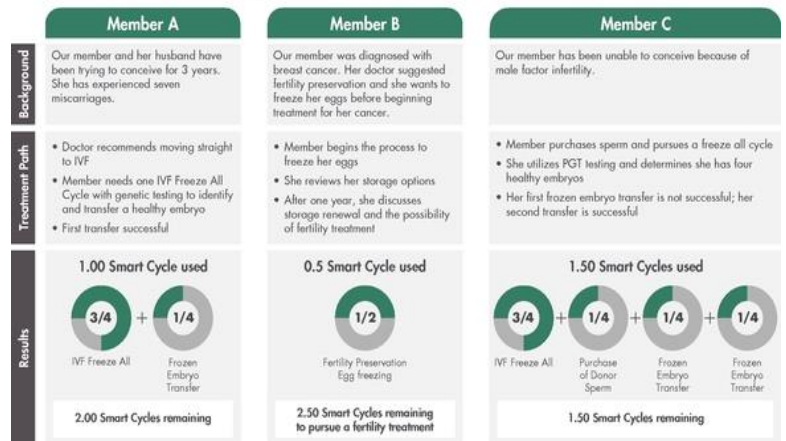
Smart Cycles – запатентованные пакеты лечения, разработанные для получения доступа к выборочной сети специалистов, при этом клиенты не обременены необходимостью отслеживания цен услуг. Пакет услуг включает в себя комплексное лечение бесплодия (различные тесты и доступ к новейшим технологиям).

В настоящее время имеется 17 различных наборов процедур, которые могут использоваться в различных комбинациях в зависимости от потребностей участника (выбор клиники и прочее).

### Иллюстрация 2. Виды Smart Cycle

#### Smart Cycle: Flexible, Accessible, Equitable

• Illustrative Uses: Members A, B and C all work for the same company, which provides all employees with a 3 Smart Cycle Benefit  
 • Each member can customize use of their Smart Cycles



Источник: на основе данных компании

Также компания предоставляет наставников, чтобы помочь понять риски и смысл процедур. В среднем клиенты имеют 15 взаимодействий со своим наставником за период лечения. Помимо этого, у Progyny есть свой собственный клинический персонал в области репродуктивной эндокринологии, сестринского ухода за фертильностью, клинической психологии и социальной работы, который разрабатывает учебную программу.

### Иллюстрация 3. Взаимодействия клиентов с наставниками в период лечения

#### Average 15 Interactions Per Member



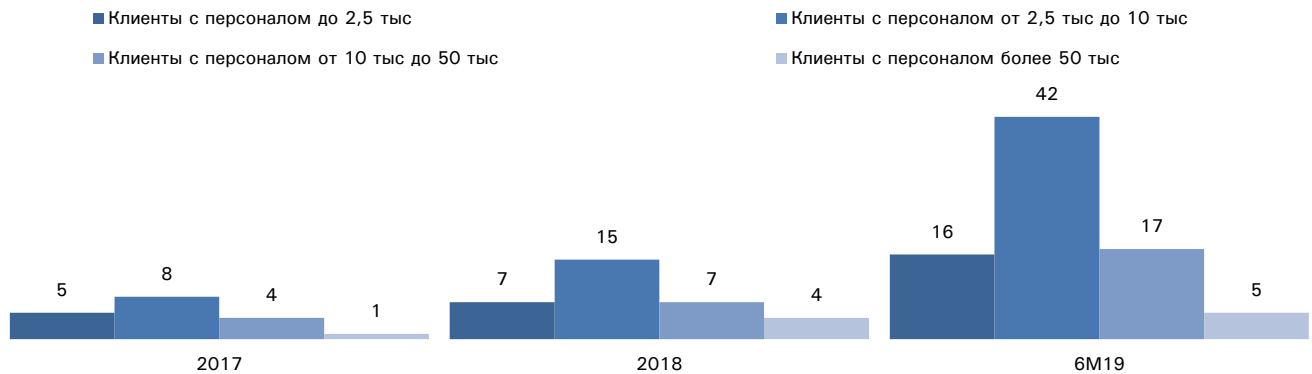
Источник: на основе данных компании

**Progyny Rx.** Компания внедрила в свое решение медицинские пособия, которые могут быть использованы только клиентами, которые приобрели услуги по фертильности. Progyny Rx предоставляет доступ к лекарствам, необходимым для лечения бесплодия. В рамках этого решения предоставляются разработка плана составления формуляров, упрощенная авторизация, помощь в выполнении рецептов и своевременная доставка лекарств, что исключает риск пропущенных циклов лечения.

**Клиентская база компании.** В настоящее время компания обслуживает более 80 самозастрахованных работодателей в США из более 20 отраслей (3 из списка Fortune 500). Клиенты имеют численность сотрудников от 1 тыс. до 250 тысяч (покрытие 1,4 млн людей).

Клиенты по годам: 2017 год - 18 компаний, 2018 год - 33 компании и за 6M19 года - 80 компаний.

График 1. Разбивка клиентов по численности персонала



Источник: на основе данных компании

Выполнение цикла вспомогательной репродуктивной технологии (Assisted Reproductive Treatment - экстракорпоральное оплодотворение с переносом эмбриона, замораживание всех циклов/хранение эмбриона, замораживание яйцеклеток) за последний год выросло на 101%, с 3517 до 7099 в 2018 году, за 1ПГ19 рост составил 87,1%.

**Преимущество Progyny перед стандартными клиниками и последние достижения компании.** Благодаря дифференцированному решению Progyny имеет показатели лучше, чем в среднем по стране.

График 2. Сравнение показателей решения Progyny с методами лечения стандартных клиник



Источник: на основе данных компании

В 2019 году Progyny заняла 59 место в списке Inc 5000 (один из престижных рейтингов быстрорастущих компаний в США), ранее в 2018 году компания заняла 28 место.

**Потенциальный рынок свыше \$6,7 млрд.** Адресный рынок компании в 2017 году составлял \$6,7 млрд, основываясь на данных CDC (Центр по контролю и профилактике заболеваний) и оценке FerilityIQ за среднюю стоимость лечения.

Согласно исследованию Нью-Йоркской ассоциации репродуктивной медицины, около 50% людей, страдающих бесплодием, не обращаются за лечением, поэтому компания оценивает свой адресный рынок как минимум вдвое больше \$6,7 млрд.

По мнению компании, адресный рынок составляет более 8000 компаний с количеством сотрудников от 1000 человек, что составляет около 69 млн потенциальных клиентов. Текущая база составляет 1,4 млн, что представляет только 2% от общих рыночных возможностей.

#### **Конкурентные преимущества.**

- Лидерство на рынке.
- Дифференцированная модель, которая обеспечивает клинические результаты при сниженной общей стоимости.
- Большой опыт клиентов.
- Большая база специалистов.
- Интегрированная аптечная программа.
- Масштабируемая платформа.

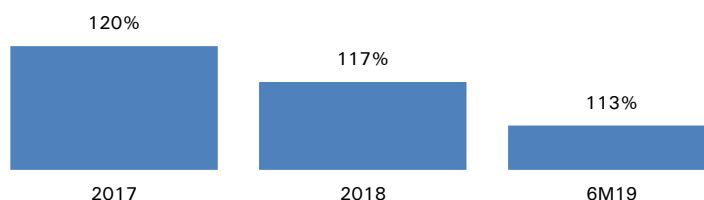
## Progyny: рост свыше 100% и достижение прибыльности за последнее полугодие

**Выручка компании.** Выручка компании включает в себя доходы от решения в области фертильности (использование решения, которое обычно заключается на трехлетний срок), Progyny Rx (доход от решения по аптечным льготам) и PERM (плата за 1 сотрудника в месяц).

За последние 3 года темпы роста компании составили +119,8% в 2017 году и +116,9% в 2018 году. Основными драйверами роста стали рост численности клиентов и запуск Progyny RX (2018 год).

В 1ПГ19 года темпы роста составили 113,5%, а драйверами роста стали увеличение клиентов и рост продажи решения Progyny RX на 515%.

График 3. Темпы роста, %

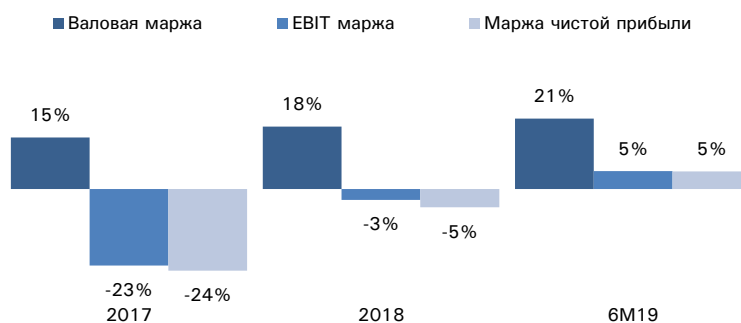


Источник: на основе данных компании

**Основные показатели маржинальности бизнеса.** Валовая маржа демонстрирует рост с 3,3% в 2016 году до 20,7% в 1ПГ19 года.

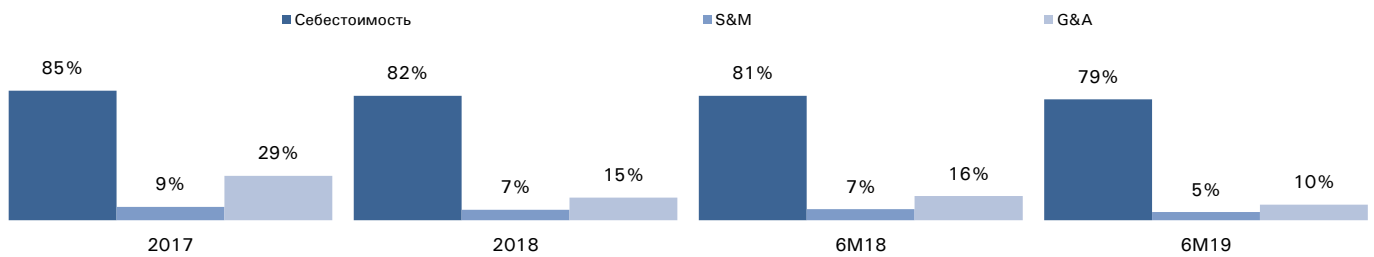
Также рост демонстрируют показатели операционной маржи и маржи чистой прибыли. Главными драйверами роста операционной маржи стало снижение расходов S&M с 11% в 2016 г. до 5% за 1ПГ19 и G&A с 58% до 10% в 1ПГ19.

График 4. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



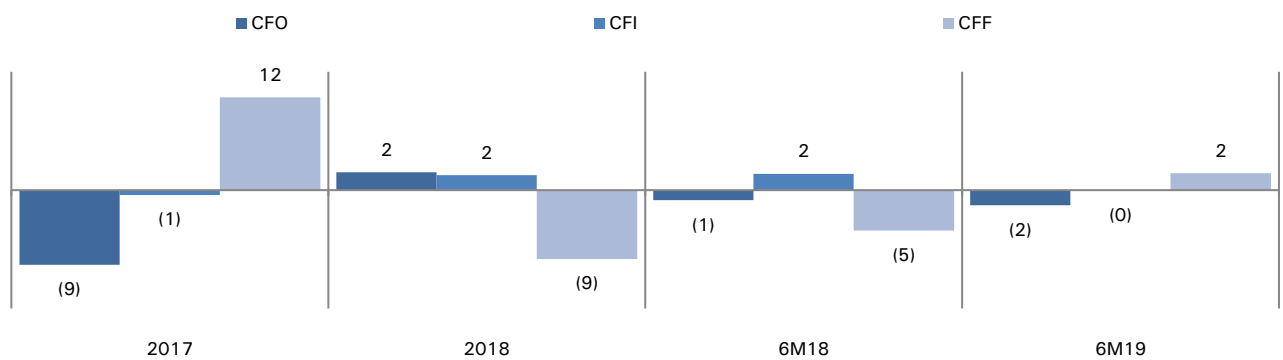
Источник: на основе данных компании



**График 5. Структура расходов Proguny за 2017-6M19 гг.**


Источник: на основе данных компании

**Денежный поток.** В 2017 году компания генерировала наличность за счет финансовой деятельности, в 2018 году Proguny не сгенерировала наличности из-за погашения долга.

**График 6. Денежный поток Proguny с 2017 по 6M19 гг.**


Источник: на основе данных компании

## Риски: клиенты, репутация и конкуренция

---

**Конкуренция.** Компания работает на конкурентном рынке (конкуренция в области льгот, клинические результаты, доступ к клиентам, доступ к медицинской помощи и др.). Среди конкурентов можно отметить UnitedHealthcare, Cigna, Aetna, члены Ассоциации Blue Cross Blue Shield, WIN Fertility, Optum Fertility Solutions, Carrot Fertility и Maven Clinic.

**Крупные клиенты составляют часть дохода компании.** В 2017 и 2018 гг. 3 крупных клиента компании составляли более 10% общего дохода компании. Любое прекращение сотрудничества может повлиять на рост доходов и стратегию компании.

**Поддержка клиентов.** Если компания не сможет предоставлять качественную поддержку клиентов, то репутация компании может пострадать, что в свою очередь вызовет отток клиентов.

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.

---