

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

1Life Healthcare (ONEM)

 Потенциал роста: **28%**

 Целевая цена: **\$20,5**

 Диапазон размещения: **\$14-\$16**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Медицинские клиники

оценка перед IPO

IPO ONEM: круглосуточная медицинская помощь



Выручка, 2018 (млн USD)	213
EBIT, 2018 (млн USD)	-45
Прибыль, 2018 (млн USD)	-46
Чистый долг, 9M19 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020(x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-26

Капитализация IPO (млрд USD)	1,836
Акции после IPO (млн шт)	122,4
Акции к размещению (млн шт)	17,5
Объем IPO (млн USD)	262,5
Минимальная цена IPO (USD)	14
Максимальная цена IPO (USD)	16
Целевая цена (USD)	20,5
Дата IPO	30 января

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

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

30 января состоится IPO компании 1Life Healthcare, известной своим брендом One Medical, который был основан в 2007 году. Основной идеей компании являлось упрощение получения медицинской помощи. В число инвесторов One Medical входят GV (ранее Google Ventures), JP Morgan Asset Management, DAG Ventures, Pinnacle Ventures, Maverick Ventures, Lifeforce Capital, Redmile Group, Oak Investment Partners и Benchmark.

Что такое One Medical. One Medical является сетью клиник первичной медико-санитарной помощи, которая позиционирует себя как «technology-powered model». One Medical разработала модель членства в сфере здравоохранения, предоставляя круглосуточные услуги, которые включают в себя круглосуточный доступ к цифровым медицинским услугам, стационарное обслуживание (покрывается страховкой). Услуги цифрового здравоохранения предоставляются через мобильное приложение или веб-сайт, видеочат, голосовой чат или текстовый чат, также есть 77 медицинских офисов.

Чем полезен One Medical. Главным преимуществом продукта One Medical является решение ключевых проблем, так как 81% потребителей в сфере здравоохранения были недовольны из-за ограниченного рабочего времени врачей, долгого ожидания записи на прием, неудобного расположения клиник и отсутствия координации в обслуживании. Также зарегистрированные пользователи могут получить доступ к круглосуточным цифровым медицинским услугам вне зависимости от местоположения.

Клиентская база. По состоянию на 30 сентября 2019 года One Medical насчитывала 397 тысяч участников и около 6 тысяч корпоративных клиентов в 9 штатах в США, также планируется открытие представительства компании еще в 3 штатах. Рост базы за последние 5 лет составил 324%. У компании имеется 77 физических офисов для обслуживания клиентов. Также у компании значительно выросли показатели посещения медицинских офисов с 255 тысяч посещений в 2014 году до 630 тысяч в 2018 году и показатели обслуживания пользователей через веб-сайт и мобильное приложение с 218 тысяч в 2014 году до 1,84 млн в 2018 году

Рост маржи и ускорение роста выручки. За 2015 год темпы роста составили +57%, после чего последовало замедление до 28% в 2016 году, до 26% в 2017 году и 20% в 2018 году. При этом за 9M19 года наблюдается ускорение до 29%. Показатели EBIT-маржи с 2017 года снизились с -18% до -21% в 2018 году из-за роста административных расходов, при этом за 9M19 года показатели EBIT-маржи выросли до -18%.

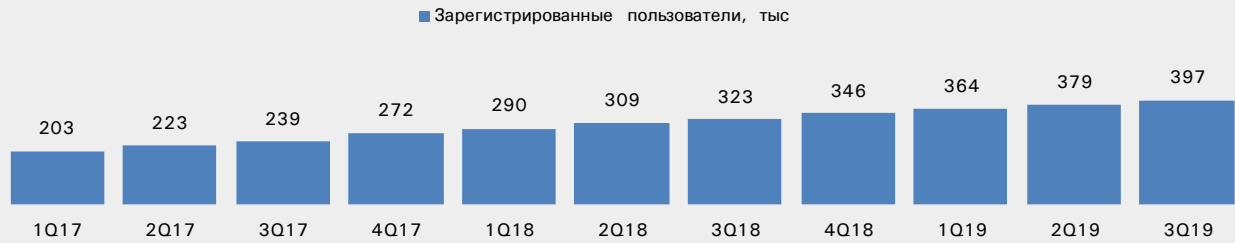
С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,558 млрд при целевой цене в \$20,5 на 1 простую акцию с потенциалом роста 28%.

1Life Healthcare: финансовые показатели

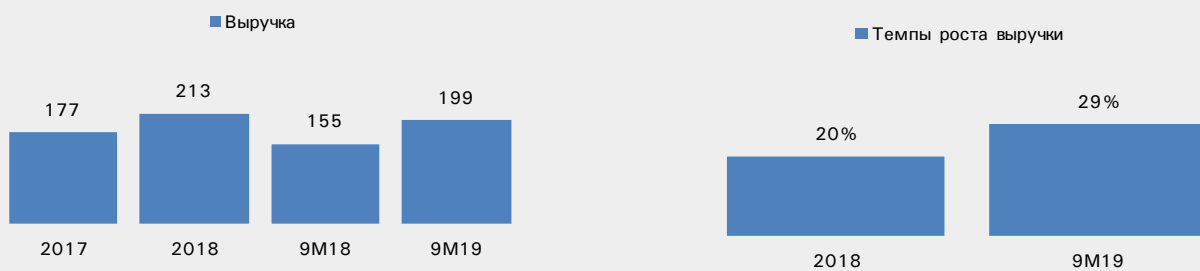
Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	9M19	Балансовый отчет, млн USD	2017	2018	9M19
Выручка	177	213	199	Наличность	17	37	32
Стоимость обслуживания	121	136	119	ЦБ	26	194	138
S&M	19	26	29	Дебиторская задолженность	12	16	32
G&A	58	86	77	ТМЗ	4	4	3
Амортизация	11	10	9	Прочие активы	6	6	16
EBITDA	(21)	(35)	(26)	Текущие активы	65	256	221
Амортизация	11	10	9	Наличность с ограничением	1	2	2
EBIT	(32)	(45)	(35)	ОС	41	43	74
Процентный доход	0	2	4	Право пользования активами	0	0	95
Процентный расход	(1)	(1)	(0)	НМА	1	0	0
Изменение стоимости выкупа-ых приви-х акций	1	(2)	(2)	Гудвилл	21	21	21
Доналоговая прибыль	(32)	(45)	(34)	Прочие активы	4	4	5
Налог	0	0	0	Долгосрочные активы	68	70	197
Чистая прибыль	(32)	(46)	(34)	Активы	133	326	418
Рост и маржа (%)	2017	2018	9M19	Кредиторская задолженность	4	5	7
Темпы роста выручки	-	20%	29%	Начисленные расходы	13	18	22
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Отложенный доход	21	22	25
Темпы роста EBIT	-	-	-	Аренда	0	0	11
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	Векселя к оплате	3	4	4
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Прочие обязательства	4	4	4
Валовая маржа	-	-	-	Текущие обязательства	45	54	73
EBITDA маржа	-12%	-17%	-13%	Аренда	0	0	106
EBIT маржа	-18%	-21%	-18%	Векселя к оплате	7	3	0
NOPLAT маржа	-	-	-	Погашение конве-х акций	3	4	6
Маржа чистой прибыли	-18%	-21%	-17%	Прочие обязательства	12	12	1
Cash Flow, млн USD	2017	2018	9M19	Долгосрочные обязательства	22	19	113
CFO	(3)	(18)	(24)	Всего обязательства	67	72	186
D&A	11	10	9	Конвертируемые акции	185	403	403
CFI	(4)	(177)	21	Капитал	-120	-148	-170
CapEx	(14)	(11)	(38)	Обязательства и собственный капитал	133	326	418
CFF	3	217	(1)	Позлементный анализ ROIC	2017	2018	9M19
Денежный поток	(4)	21	(5)	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Наличность на начало года	21	17	39	ICTO, x	-	-	-
Наличность на конец года	17	39	34	AICTO, x	-	-	-
Справочные данные	2017	2018	9M19	ROIC, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	68%	64%	60%
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-50%	-57%	-58%
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	WCTO, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	FATO, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-	Ликвидность и структура капитала	2017	2018	9M19
Капитальные инвестиции, USD	14	11	38	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Рабочий капитал, USD	-	-	-	Текущая ликвидность, x	1,44	4,79	3,01
Реинвестиции, USD	-	-	-	Долг/общая капитализация, %	-	-	-
BV, USD	-	-	-	Долг/активы, %	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	12%	11%	8%
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
				Мультипликаторы	2017	2018	9M19
				P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-

1Life Healthcare: ключевые цифры

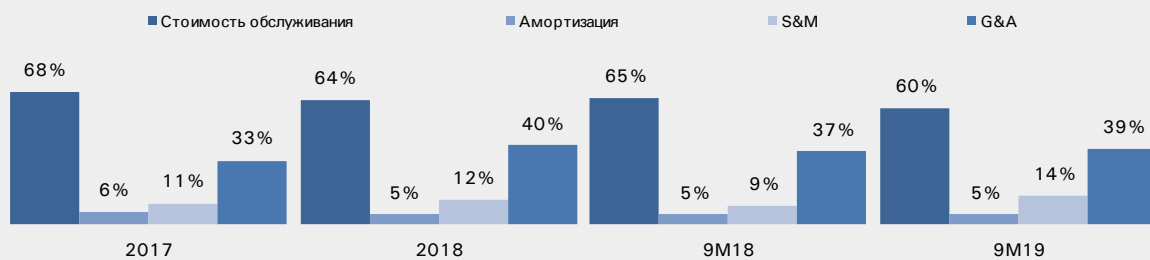
Операционная метрика



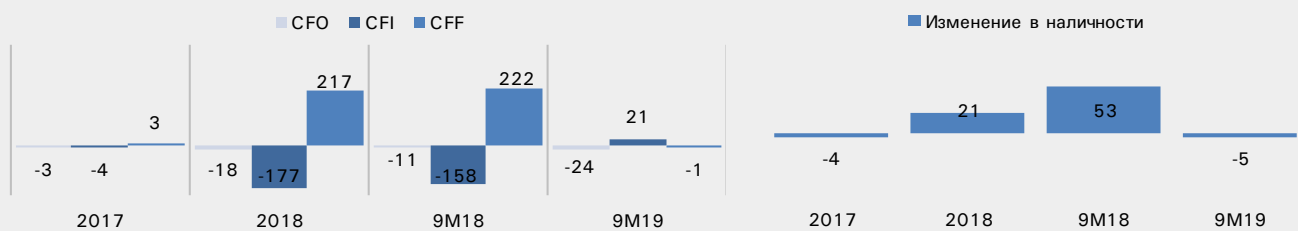
Выручка и темпы роста



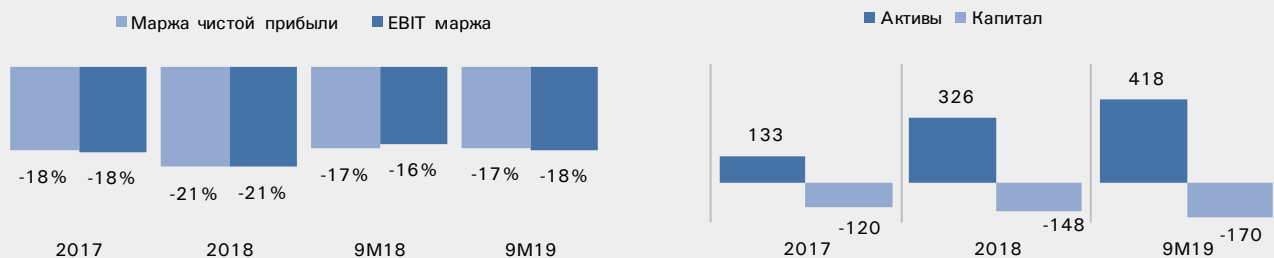
Расходы и их структура



Денежные потоки



Маржа и активы



1Life Healthcare: общее резюме привлекательности размещения

One Medical предоставляет своим пользователям и клиентам решения для получения медицинских услуг вне зависимости от времени и местоположения. Решения пользуются большим спросом – это можно наблюдать в росте базы пользователей, посещений физических офисов и количества обслуженных клиентов. Компания работает на рынке, который оценивается в \$34 млрд, при этом платформа One Medical завоевала популярность не только среди обычных пользователей, но и среди работодателей (SpaceX и Alphabet). Оценка на IPO представляется привлекательной с учетом отзывов в СМИ, позиций на рынке, роста рынка, на котором работает компания, и финансовых показателей, что подтверждает потенциал свыше 28%.

(+) Ускорение темпов роста: +20% в 2018 году и +29% за 9M19 года.

(+) Крупный целевой рынок с примерной оценкой в \$34 млрд.

(+) В 2020 году ожидается расширение обслуживания с 9 штатов до 12, что увеличит адресный рынок с \$34 млрд до \$38 млрд.

(+) Известные инвестфонды с крупными долями: GV (ранее Google Ventures) с долей в 5,9%, JP Morgan Asset Management с долей в 5,4%, DAG Ventures с долей 7,6%, Maverick Ventures с долей в 5,2%, Oak Investment Partners с долей в 11,4% и Benchmark с долей в 13%.

(+) Сильный прирост базы: на 30 сентября 2019 года количество пользователей выросло до 397 тысяч (203 тысячи на конец 1 квартала 2017 года), при этом рост за последние 5 лет составил 324%.

(+) Обслуживается крупная база работодателей: 6 тысяч корпоративных клиентов, среди которых числятся Google и SpaceX.

(+) Комфортная оценка на IPO и небольшое размещение, потенциал по DCF свыше 28%.

(+) Отсутствие долга.

(=) Оценка компании во многом зависит от темпов роста в первые 3-4 года, и первая отчетность компании будет важна для подтверждения ускорения роста выручки.

(-) Компания подвержена государственному регулированию, и любые изменения в законе могут вызвать рост расходов на определённые виды деятельности или привести к прекращению определенных видов решений или услуг.

1Life Healthcare: ключевые факты

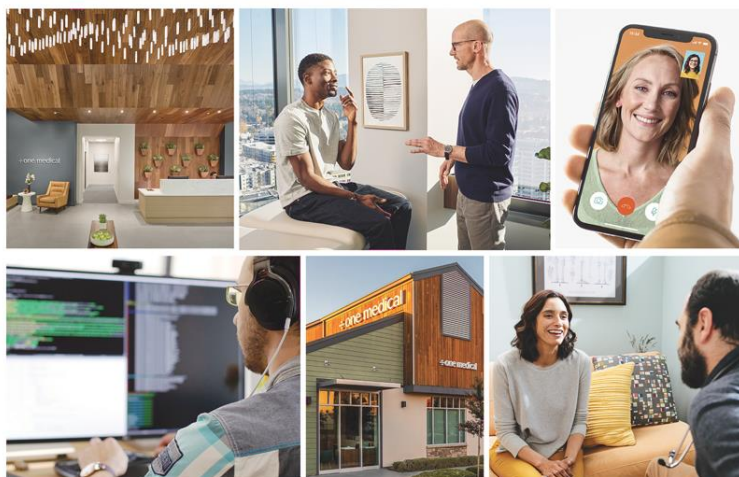
Компания 1Life Healthcare известна своим брендом One Medical, который был основан в 2007 году. Основной идеей компании являлось упрощение получения медицинской помощи. One Medical является сетью клиник первичной медико-санитарной помощи, которая позиционирует себя как «technology-powered model». Компания активно использует такие цифровые сервисы, как онлайн-планирование, виртуальные консультации и онлайн-запись для более широкого спектра услуг.

За всю свою историю компания привлекла \$532,1 млн. Последний инвестраунд был в августе 2018 года в размере \$220 млн, где компания была оценена в \$1,5 млрд. В число инвесторов One Medical входят GV (ранее Google Ventures), JP Morgan Asset Management, DAG Ventures, Pinnacle Ventures, Maverick Ventures, Lifeforce Capital, Redmile Group, Oak Investment Partners и Benchmark.

Компания Google, один из крупнейших инвесторов One Medical, также является одним из крупнейших клиентов компании, обеспечивающим 10% выручки. Всего 3 компании в совокупности обеспечивают 36% выручки One Medical.

По состоянию на 30 сентября 2019 года One Medical насчитывала 397 тысяч участников и около 6 тысяч корпоративных клиентов в 9 штатах в США, также планируется открытие представительства компании еще в 3 штатах. У компании имеется 77 физических офисов для обслуживания клиентов.

Иллюстрация 1. Примеры работы и офисов One Medical



Источник: на основе данных компании

Продукт компании. One Medical разработала модель членства с сфере здравоохранения, предоставляя круглосуточные услуги, которые включают в себя круглосуточный доступ к цифровым медицинским услугам, стационарное обслуживание (покрывается страховкой).

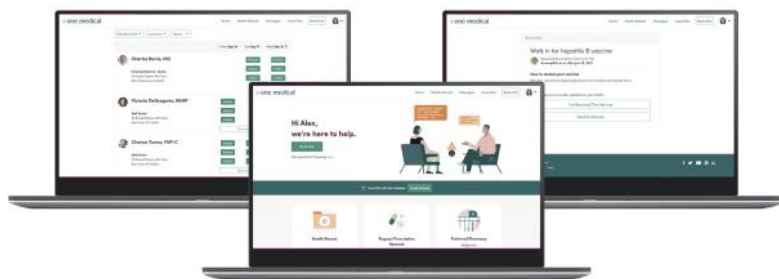
Услуги цифрового здравоохранения предоставляются через мобильное приложение или веб-сайт, видео-чат, голосовой чат или текстовый чат, также есть 77 медицинских офисов.

Членство могут получить индивидуальные потребители, оплачивая ежегодный членский взнос, либо оно спонсируется работодателем.

Для индивидуальных потребителей ежегодный взнос составляет \$199.

Главным преимуществом продукта One Medical является решение ключевых проблем, так как 81% потребителей в сфере здравоохранения были недовольны из-за ограниченного рабочего времени врачей, долгого ожидания записи на прием, неудобного расположения клиник и отсутствия координации в обслуживании. Также зарегистрированные пользователи могут получить доступ к круглосуточным цифровым медицинским услугам вне зависимости от местоположения.

Иллюстрация 2. Member Portal



Источник: на основе данных компании

На чем зарабатывает компания. Компания получает доход от потребителей, работодателей, сети здравоохранения и страховщиков.

Доход получают путем ежегодного членского взноса потребителей и работодателей, от партнерства с сетями здравоохранения, фиксированных платежей от корпоративных клиентов и индивидуальных клиентов.

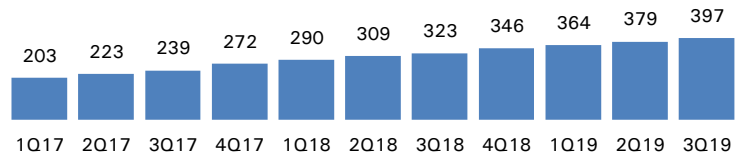
Что касается договоренностей с сетью здравоохранения, то они предусматривают фиксированные платежи, когда медицинские отделения One Medical предоставляют профессиональные медицинские услуги участникам, на которые распространяется страховка. One Medical выступает как администратор, предоставляя услуги выставления счетов и сбора платежей от имени сети здравоохранения, а сеть здравоохранения получает плату за услуги. По состоянию на 30 сентября 2019 года 86% членов One Medical были охвачены партнерскими отношениями с сетью здравоохранения.

Доходы от членства и партнерских отношений за период 2017-9M19 гг. составляют 22%, 32% и 48% от общей выручки (рост благодаря увеличению партнерских соглашений).

Остальная часть доходов поступает от обслуживания пациентов на основе выставления счета медицинским страховщикам или наличными от пациентов, у которых нет страховки.

Клиентская база компании. На 30 сентября 2019 года количество пользователей выросло до 397 тысяч, при этом рост за последние 5 лет составил 324%.

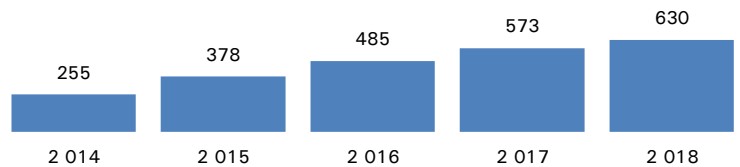
График 1. Количество зарегистрированных пользователей по кварталам, тыс. пользователей



Источник: на основе данных компании

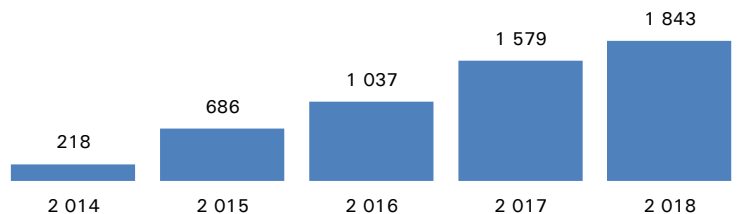
Также у компании значительно выросли показатели посещения медицинских офисов и показатели обслуживания пользователей через цифровые услуги (веб-сайт и мобильное приложение).

График 2. Количество посещений медицинских офисов, тыс.



Источник: на основе данных компании

График 3. Количество обслуженных пользователей через цифровые услуги, тыс.



Источник: на основе данных компании

Потенциальный рынок свыше \$34 млрд. Рынок первичной медико-санитарной помощи в США оценивался в \$260 млрд в 2019 году, с учетом присутствия компании в 9 штатах адресный рынок составил \$34 млрд.

В 2020 году руководство планирует расширение до 12 штатов, с учетом расширения адресный рынок может составить \$38 млрд.

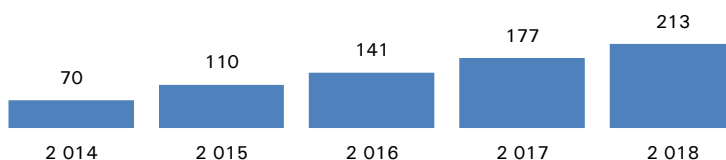
Стратегия роста.

- Привлечение новых пользователей
- Расширение на новые рынки
- Партнёрские отношения

1Life Healthcare: снижение расходов и ускорение выручки

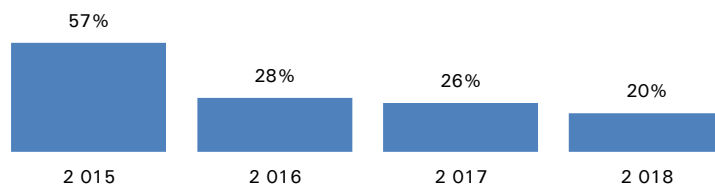
Выручка компании. За 2015 год темпы роста составили +57%, после чего последовало замедление до 28% в 2016 году, до 26% в 2017 году и 20% в 2018 году. При этом за 9M19 года наблюдается ускорение до 29%.

График 4. Выручка компании, млн USD



Источник: на основе данных компании

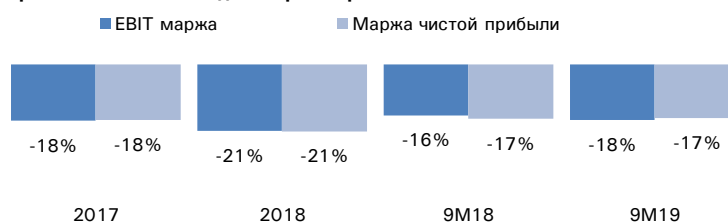
График 5. Темпы роста, %



Источник: на основе данных компании

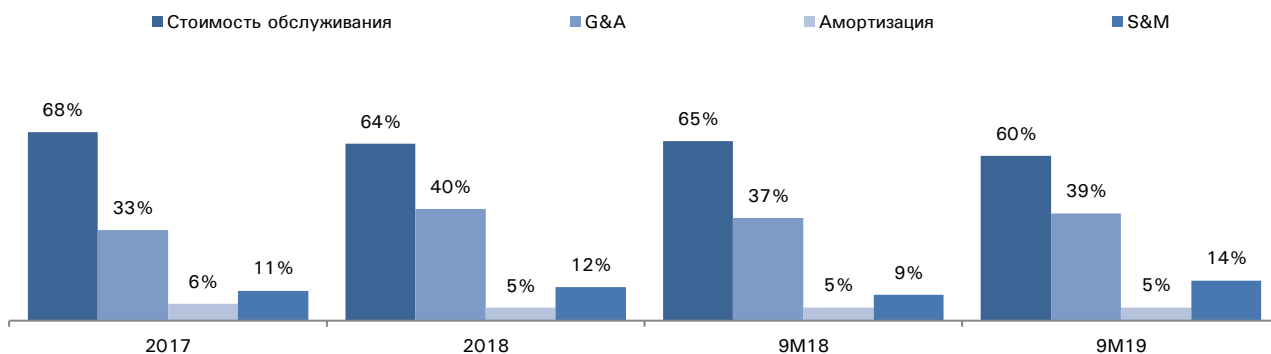
Основные показатели маржинальности бизнеса. Показатели EBIT-маржи с 2017 года снизились с -18% до -21% в 2018 году из-за роста административных расходов, при этом за 9M19 года показатели EBIT-маржи выросли до -18%.

График 6. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании

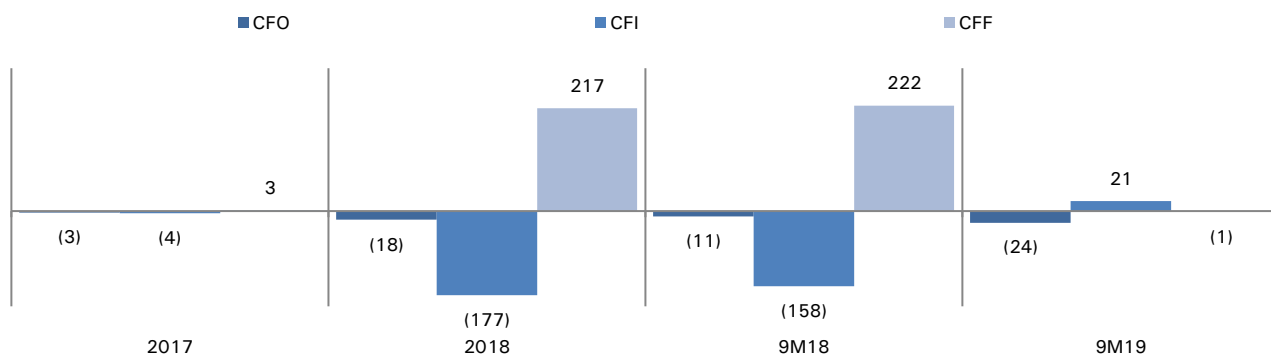
График 7. Структура расходов 1Life Healthcare за 2017-9M19 гг.



Источник: на основе данных компании

Денежный поток. В 2018 году компания сгенерировала наличность за счет своей финансовой деятельности.

График 8. Денежный поток 1Life Healthcare с 2017 по 9M19 гг.



Источник: на основе данных компании

Оценка 1Life Healthcare: текущие тренды и вводные данные проецируют оценку собственного капитала в \$2,558 млрд

1. Прогноз выручки 1Life Healthcare: растущая база клиентов, доверие крупных работодателей и упрощение процесса получения медицинской помощи.

Медицинская платформа 1Life Healthcare (One Medical) имеет довольно неплохой потенциал для развития в будущем благодаря своему подходу в секторе здравоохранения. В первую очередь, платформа нацелена на удобство среди пациентов, что упрощает процесс получения медицинской помощи.

81% потребителей в сфере здравоохранения были недовольны из-за ограниченного рабочего времени врачей, долгого ожидания записи на прием, неудобного расположения клиник и отсутствия координации в обслуживании. Через платформу One Medical пользователи могут получить круглосуточную консультацию через видеозвонок, обновить свои рецепты на лекарства или записаться на прием онлайн. Также платформа One Medical завоевала популярность не только среди обычных пользователей, но и среди работодателей (SpaceX и Alphabet).

На данный момент сектор здравоохранения меняется, многие компании из данного сектора ищут новые способы для изменения текущего бизнеса или сектора в целом. Например, компания Livongo, разработчик платформы с ИИ для лечения диабета, который собирает данные из разных источников, отделяя важные факты от информационного шума, Livongo предоставляет глюкометр, подключенный к интернету, с неограниченным количеством тест-полосок для определения глюкозы в крови, включающий персонализированные данные (личные данные пользователя для отслеживания изменения состояния), мониторинг и обучение (мониторинг уровня глюкозы, в случае низкого или высокого уровня пользователь получает звонок от квалифицированного специалиста в течение пары минут вне зависимости от местоположения в мире).

В будущем платформа может занять сильные рыночные позиции в сфере оказания медицинских услуг, подтверждением является рост базы пользователей на 324% за последние 5 лет.

Текущая структура дохода включает в себя выручку от членства и обслуживание пациентов на основе выставления счетов. Для прогноза выручки мы используем такие метрики: зарегистрированные пользователи, ARPU на 1 члена и выручка на основе выставления счетов.

Прогноз базы пользователей One Medical. За последние 2 года общая база пользователей платформы выросла с 272 тысяч до 346 тысяч (рост +27% г/г), и за 9М база составила 397 тысячи (рост +23% г/г). С учетом роста популярности платформы на фоне упрощения получения медицинских услуг, растущих показателей посещения медицинских офисов (рост с 255 тысяч с 2014 года до 630 тысяч в 2018 году) и обслуживаемых пользователей через цифровые услуги (рост с 218 тысяч с 2014 года до 1,843 млн в 2018 году) мы продолжили текущий тренд роста базы клиентов с замедлением роста. По нашему прогнозу, темпы роста базы снизятся с 27% в 2018 году до 23% в 2019 прогнозном году, а к 2028 прогнозному году темпы роста составят 5%, а общее количество клиентов вырастет с 346 тысяч на конец 2018 года до 1,098 млн.

ARPU на 1 клиента. Темпы роста за 2018 год составили 38%, это рост с \$143 до \$197 на 1 клиента. В 10-летнем прогнозном периоде мы замедлили текущие темпы роста с 38% до 2% к 2028 году. Основным драйвером роста ARPU могут стать услуги для детей (One Medical Kids, также есть 11 медицинских офисов для семьи), в дальнейшем не исключается запуск семейного тарифа.

Выручка от членства и партнерских отношений. С учетом вводных данных (база клиентов и ARPU) в прогнозном периоде темпы роста снизятся с текущих 75% до 69% в 2019 ПГ и до 7% к 2028 ПГ. Выручка от членства вырастет с \$68 млн до \$922 млн в течение 10 прогнозных лет. При этом также вырастет доля выручки от членства в структуре общей выручки компании с 32% в 2018 году (48% за 9М19) до 82% к 2028 году.

Выручка на основе выставления счетов. One Medical также получает доход от обслуживания пациентов на основе выставления счета медицинским страховщикам или наличными от пациентов, у которых нет страховки. С учетом текущих вводных мы считаем, что темпы роста пройдут через пиковый год (рост с 5% в 2018 году до 9% в 2019 ПГ) на фоне роста посещений с дальнейшим замедлением до 1% к 2028 ПГ.

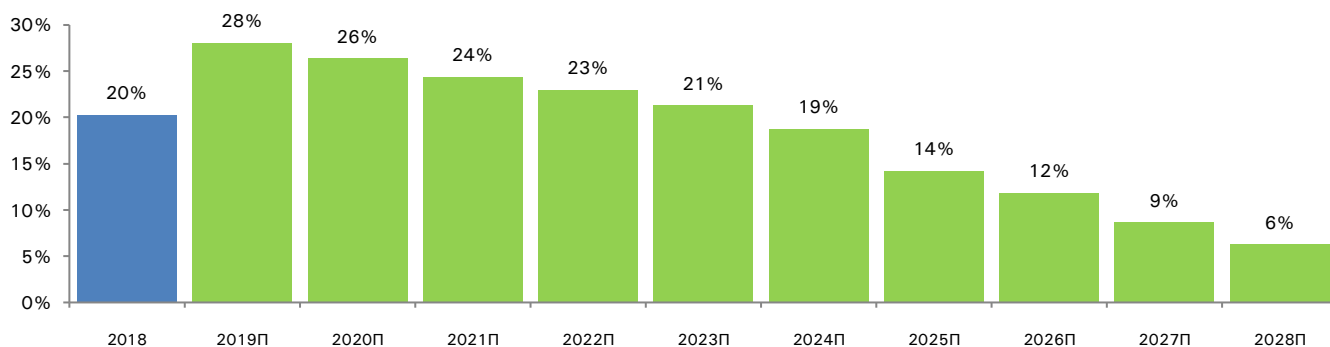
Общая выручка компании вырастет с \$213 млн в 2018 году до \$1,119 млрд к 2028 ПГ, а темпы роста снизятся с 20% до 6%.

Иллюстрация 3. Модель выручки 1Life Healthcare

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Зарегистрированные пользователи, тыс	272	346	426	510	595	679	761	840	913	980	1042	1098
Темпы роста, %		27%	23%	20%	17%	14%	12%	10%	9%	7%	6%	5%
Доходы от членства, %	22%	32%	42%	51%	59%	66%	71%	75%	78%	80%	81%	82%
Темпы роста, %		45%	32%	23%	16%	11%	7%	5%	4%	3%	2%	2%
ARPU на 1 члена, USD	143	197	269	348	428	509	595	679	740	792	823	840
Темпы роста, %		38%	37%	29%	23%	19%	17%	14%	9%	7%	4%	2%
Выручка от членства, млн USD	39	68	115	177	254	346	453	570	675	776	858	922
Темпы роста, %		75%	69%	54%	44%	36%	31%	26%	19%	15%	11%	7%
Выручка на основе выставления счетов, млн USD	138	145	158	167	174	181	185	189	191	193	195	197
Темпы роста, %		5%	9%	6%	4%	4%	3%	2%	1%	1%	1%	1%
Всего выручка, млн USD	177	213	272	344	428	526	639	759	867	969	1 053	1 119
Темпы роста, %		20%	28%	26%	24%	23%	21%	19%	14%	12%	9%	6%

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

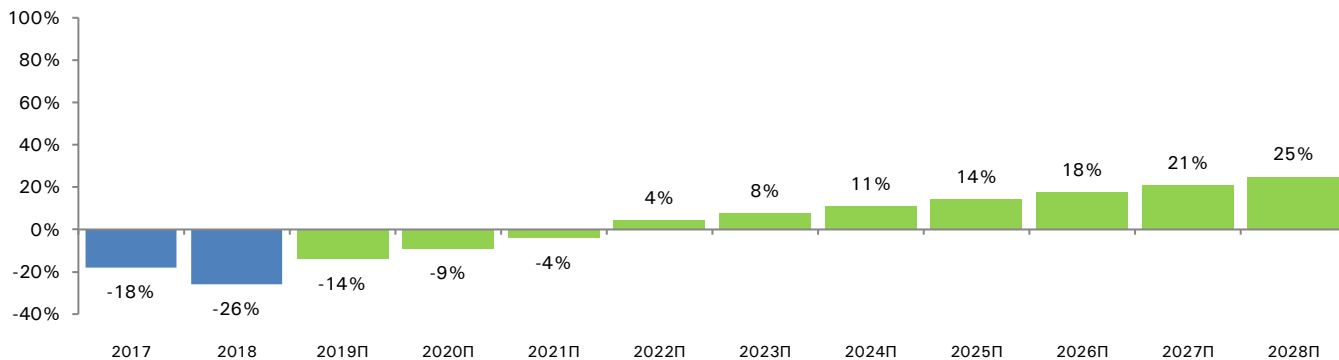
График 9. Прогноз темпов роста 1Life Healthcare



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

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений. В 2018 году показатели EBIT-маржи были равны -26%. В дальнейшем мы предполагаем, что показатели достигнут среднеотраслевых значений в 25% в течение прогнозных 10 лет. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет вырастут с 0,9% до 4%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$206 млн.

График 8. 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 6,2%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 48% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$274 млн) и зрелого (\$2,166 млрд) периода, составит \$2,589 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$254 млн, поступления от IPO в \$263 млн, наличность на счетах в \$170 млн и стоимость опционов в \$210 млн, собственный капитал можно оценить в 1Life Healthcare \$2,558 млрд.

Учитывая 122,4 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$20,5. Потенциал к верхней границе IPO в \$16 составляет 28%.

Иллюстрация 4. Модель оценки 1Life Healthcare методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	зрелый
темпа роста выручки, %		20%	28%	26%	24%	23%	21%	19%	14%	12%	9%	6%	3,0%
(+) Выручка	177	213	272	344	428	526	639	759	867	969	1 053	1 119	1 153
(х) Операционная маржа	-18%	-26%	-14%	-9%	-4%	4%	8%	11%	14%	18%	21%	25%	25%
(=) EBIT	-32	-55	-38	-31	-17	23	49	83	124	171	221	280	294
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	7	17	25	34	44	56	59
(=) NOPLAT	-32	-55	-38	-31	-17	23	42	67	99	137	177	224	235
(-) чистые реинвестиции	3	2	3	5	8	11	16	21	26	33	39	45	113
(=) FCFF	(35)	(57)	(41)	(36)	(25)	12	27	46	73	104	138	179	122
FCFF маржа, %	-19,9%	-26,8%	-15,2%	-10,5%	-5,8%	2,2%	4,2%	6,0%	8,4%	10,7%	13,1%	16,0%	
(х) фактор дисконтирования			0,95x	0,90x	0,86x	0,81x	0,77x	0,73x	0,69x	0,65x	0,61x	0,57x	
PV FCF			(39)	(33)	(21)	9	20	33	50	67	84	103	
Терминальная стоимость													3 772
PV Терминальной стоимости													2 165
Имплицированные переменные модели	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Выручка/капитал, х	1,05x	1,32x	1,63x	1,95x	2,29x	2,60x	2,84x	2,84x	2,96x	2,98x	2,89x	2,73x	
Инвестированный капитал	203	206	212	219	230	246	267	293	326	365	409		
Чистое реинвестирование, %	-3%	-8%	-16%	-45%	49%	37%	31%	27%	24%	22%	20%		48%
Реинвестирование к выручке, %	0,9%	1,2%	1,5%	1,8%	2,1%	2,7%	3,1%	3,1%	3,4%	3,7%	4,0%		
ROIC, %	-27%	-18%	-15%	-8%	10%	17%	25%	34%	42%	48%	55%		6,2%
Маржа NOPLAT, %	-26%	-14%	-9%	-4%	4%	7%	9%	11%	14%	17%	20%		
Расчет WACC			2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	
Безрисковая ставка			1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Бета послерыноговая			0,79	0,81	0,83	0,85	0,87	0,89	0,92	0,94	0,96	1,00	
Премия за риск инвестирования			5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	5,1%	
Стоимость собственного капитала			5,8%	5,9%	6,0%	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%	6,9%	
Ставка долга, до налогов			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%	
СК/Стоимость компании			91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	
Долг/Стоимость компании			9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	
Средневзвешенная стоимость капитала			5,3%	5,4%	5,5%	5,6%	5,6%	5,7%	5,8%	5,9%	6,0%	6,2%	
Кумулятивная стоимость капитала			1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде			274										
(+) Стоимость в терминальном периоде													2 165
(х) Коэффициент на дату оценки													1,06x
(=) EV													2 589
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			254										
(+) Наличность			170										
(+) Поступления от IPO			263										
(-) Стоимость выпущенных опционов			210										
(=) Оценка собственного капитала													2 558
Рыночная капитализация			1 959										
Целевая цена на акцию, USD			20,5										
Максимум диапазона на IPO, USD			16										
Потенциал роста, %			28%										
Уровни оценки по P/S	2019	F20П	F21П										
Оценка по модели FCFF	12,0x	9,4x	7,4x										
Оценка по верхней границе IPO	9,2x	7,2x	5,7x										

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

Риски: регулирование, конкуренция и пользователи

Государственное регулирование. Любые изменения в законе могут вызвать рост расходов на определённые виды деятельности или привести к прекращению действия определенных видов решений или услуг.

Конкуренция. Рынок медицинских решений и услуг очень конкурентный. Компания конкурирует на сильно фрагментированном рынке первичной медицинской помощи с прямыми и косвенными конкурентами.

Привлечение и удержание пользователей. Если компания не сможет привлекать новых пользователей, а также удерживать текущих, то это может значительно повлиять на выручку и расходы 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.
