

Cullinan Management (CGEM)

Оценка капитала | DCF

США | Лекарственные препараты

Потенциал роста: **42%**
Целевая цена: **\$27**
Диапазон размещения: **\$17-\$19**

оценка перед IPO

IPO CGEM: диверсифицированный портфель разработок



Выручка, 3Q20 (млн USD)	0
EBIT, 3Q20 (млн USD)	-31
Чистая прибыль, 2Q20 (млн USD)	-30
Чистый долг (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/BV, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA, 2021 (%)	—
ROIC, 2021 (%)	—
ROE, 2021 (%)	—
Маржа EBIT, 2020 (%)	—

Капитализация IPO (млн USD)	681
Акции после IPO (млн шт)	37,83
Акции к размещению (млн шт)	8,3
Объем IPO, (млн USD)	150
Диапазон IPO (USD)	17-19
Дата IPO	7 января
Целевая цена (USD)	27

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

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

7 января состоится IPO компании Cullinan Management, специализирующейся на разработке диверсифицированного портфеля целевых онкологических и иммуноонкологических методов лечения. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, SVB Leerink и Evercore ISI.

О компании. Компания использует бизнес-модель Hub-and-Spoke. Cullinan Oncology делает ставку на то, что финансовый подход, а не чисто научный, может улучшить шансы для разработки потенциального препарата. Для каждой разработки компания создает дочернюю организацию, которая спонсируется материнской компанией и имеет своего исполнительного директора. Такая фирма будет иметь минимальное количество сотрудников и передавать работу подрядным исследовательским компаниям, что позволяет сэкономить денежные средства. По состоянию на 31 декабря у компании было 20 штатных сотрудников и 2 консультанта, которые работают над 7 активными программами. Акционерами являются F2 Ventures, UBS Oncology Impact Fund L.P, Foresite Capital, Cowen, The Baupost Group. Всего компания привлекла \$248,5 млн.

Ключевые разработки компании. Компания имеет ряд разработок в области онкологии и иммуноонкологии, которые различаются по механизму, терапевтическому подходу, модальности и стадии разработки. На текущий момент у компании 7 потенциальных разработок. Основная разработка, находящаяся в фазе 1/2 клинических исследований, - CLN-081. Данный препарат представляет собой небольшую молекулу, создаваемую для лечения немелкоклеточного рака легких, и разрабатывается дочерней компанией Cullinan Pearl. Компания лицензировала права на CLN-081 в 2018 году во всем мире (за исключением Японии) у Taiho Pharma, также недавно компания сублицензировала права с Zai Lab (Китай) в обмен на авансовый платеж, платежи за переходы на другие стадии клинических разработок и роялти.

Апсайд в 42% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$1,023 млрд, что на 42% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$719 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$27 за акцию.

Cullinan Management: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	9M20
Выручка	0	0	0
Себестоимость	0	0	0
Валовая прибыль	0	0	0
R&D	10	17	27
G&A	5	5	5
EBIT	(15)	(22)	(31)
EBITDA	(15)	(22)	(31)
Процентный доход	0	1	1
Прочие доходы/расходы	0	(0)	0
Доналоговая прибыль	(14)	(22)	(30)
Налог	0	0	0
Чистая прибыль	(14)	(22)	(30)
Рост и маржа (%)	2018	2019	9M20
Темпы роста выручки	-	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-
EBITDA маржа	-	-	-
EBIT маржа	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-	-	-
Cash Flow, млн USD	2018	2019	9M20
CFO	(14)	(21)	(20)
D&A	0	0	0
CFI	(0)	(35)	(17)
CFF	(0)	86	15
Денежный поток	(14)	29	(22)
Наличность на начало года	48	34	63
Наличность на конец года	34	63	41
Справочные данные	2018	2019	9M20
Акции в обращении, млн штук	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-
EV, USD	-	-	-
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-
Рабочий капитал, USD	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-
BV, USD	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-

Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	9M20
Наличность	34	63	41
Прочие активы	0	1	2
Инвестиции	0	35	54
Текущие активы	34	100	97
ОС	0	0	0
Прочие активы	0	0	0
Долгосрочные активы	0	0	0
Активы	35	100	97
Кредиторская задолженность	0	1	3
Начисленные расходы	1	2	4
Текущие обязательства	1	3	8
Аренда	0	0	0
Долгосрочные обязательства	0	0	0
Конвертируемые прив-ые акции	54	138	152
Капитал	(21)	(40)	(62)
Обязательства и собственный капитал	35	100	97
Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	9M20
Маржа NOPLAT, %	-	-	-
ICFO, x	-	-	-
AICFO, x	-	-	-
ROIC, %	-	-	-
Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
WCFO, x	-	-	-
FATO, x	-	-	-
Ликвидность и структура капитала	2018	2019	9M20
EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Текущая ликвидность, x	-	-	-
Долг/общая капитализация, %	-	-	-
Долг/активы, %	-	-	-
Долг/собственные средства, x	-	-	-
Долг/IC, %	-	-	-
Собственные средства/активы, %	-	-	-
Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Мультипликаторы	2018	2019	9M20
P/B, x	-	-	-
P/E, x	-	-	-
P/S, x	-	-	-
EV/EBITDA, x	-	-	-
EV/S, x	-	-	-

Модель с учетом вероятности в 19% дает оценку в \$1,023 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2026 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2026 году с учетом текущей стадии разработок.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основного продукта компании, который к 2026 году может составить \$43,713 млрд. По данным Fortune Business Insights, случаи немелкоклеточного рака легких составляют 80-85% от общего числа заболеваний раком легких во всем мире.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 1,8% в первый год коммерциализации продукта. Сотрудничество с Zai Lab в будущем может помочь компании выйти на рынок Китая.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2026 году с \$787 млн с дальнейшим ростом до \$1,976 млрд к 2029 году. Доля рынка к 2029 прогнозируемому году составит 3,8% против 1,8% в 2026 прогнозируемом году.

Прогнозирование операционной маржи на основе уже зрелых компаний. Для прогноза маржи мы исходили из весьма медленного выхода в прибыльность и затем использовали данные уже зрелых компаний, которые имеют положительную маржу, для прогноза маржи в зрелом возрасте. Мы заложили маржу в 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

WACC в 5,9%. При коэффициенте бета 0,95, безрисковой ставке 0,958% и премии за риск инвестирования в акции в 5% затраты на капитал равны 4,94%.

Наша оценка фирмы достигает \$1,023 млрд. Так как компания находится на 1-й фазе клинических испытаний и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на 1-й фазе клинических испытаний, риск неудачи составляет 81%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$1,023 млрд, что на 42% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$719 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$27 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок лечения немелкоклеточного рака, млрд USD	20,0	24,0	28,0	32,0	36,0	40,0	43,7	46,8	49,5	51,7
темп роста, %		20,0%	16,7%	14,3%	12,5%	11,1%	8,9%	7,1%	5,7%	4,6%
Доля рынка Cullinan Management, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	1,8%	2,60%	3,40%	3,8%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	787	1217	1682	1976

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

Иллюстрация 2. Модель оценки Cullinan Management

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	787	1217	1682	1976	2 036
темп роста, %								55%	38%	17%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	15%	15%	15%	15%
ЕБИТ	-43	-53	-61	-67	-72	-76	118	183	252	296	305
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	0	47	73	101	119	31
FCFF	-43	-53	-61	-67	-72	-76	71	110	151	178	275
PV FCFF	-41	-47	-51	-54	-55	-55	48	70	92	102	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											9 483
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											5 415
ROIC в зрелом периоде, %											5,9%
Расчет WACC	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Безрисковая ставка	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Бета послерычаговая	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%
Стоимость собственного капитала	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%
Ставка долга, до налогов	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	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	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Долг/Стоимость компании	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Средневзвешенная стоимость капитала	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,8%	5,8%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x
Оценка капитала, млн USD											
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде	9										
(+) Стоимость в зрелом периоде	5 415										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,95x										
(=) EV	5 139										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	2										
(+) Наличность	95										
(+) Поступления от IPO	150										
(-) Стоимость выпущенных опционов	0										
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (CLN-081), млн USD	5 382										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	719										
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)	19,0%										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	1 023										
Целевая цена на акцию, USD	27,0										
Максимум диапазона на IPO, USD	19,0										
Потенциал роста, %	42%										
Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA											
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA							
Вероятность	15%	30%	60%	90%							
Оценка	807	1 614	3 229	4 843							
На акцию	21,3	42,7	85,4	128,0							

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

Риски: FDA, стадия разработки и дополнительный капитал

Компания еще не получала доходы от своих продуктов. Продукты компании находятся на стадии разработки, и неизвестно, когда компания получит готовый продукт.

Одобрение FDA. Любое дальнейшее регулирование может задержать или предотвратить коммерциализацию некоторых или всех продуктов Cullinan Management.

Дополнительный капитал. После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой с наличностью на балансе для дальнейшего развития продукта, и, возможно, потребуются дополнительный капитал. Если компания не сможет привлечь дополнительный капитал, это может привести к отсрочке или ликвидации программ разработок.

Дисклеймер

Данный обзор не является предложением неограниченному кругу лиц инвестировать в акции иностранных компаний, предназначен для клиентов ООО ИК «Фридом Финанс», являющихся квалифицированными инвесторами. ООО ИК «Фридом Финанс» не оказывает услуги приобретения иностранных ценных бумаг, упомянутых в данном обзоре, за счет клиентов, не являющихся квалифицированными инвесторами.

Данный обзор носит исключительно информационный характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, упомянутые финансовые инструменты или операции, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям), в приведенной информации не принимаются во внимание Ваши личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО ИК «Фридом Финанс» не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, и не рекомендует использовать данную информацию в качестве единственного источника информации при принятии решения. Владение ценными бумагами и прочими финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и прочих финансовых инструментов может как расти, так и падать. Результаты инвестирования в прошлом не являются гарантией получения доходов в будущем. ООО ИК «Фридом Финанс» не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

Упомянутые в данном обзоре величины: Потенциал роста, Целевая цена, являются оценочным суждением ООО ИК «Фридом Финанс», не является гарантией или обещанием доходности вложений в будущем.

ООО ИК «Фридом Финанс» не утверждает, что все приведенные сведения являются единственно верными.

ООО ИК «Фридом Финанс». Лицензия № 045-13561-100000 на осуществление брокерской деятельности, срок действия лицензии не ограничен.

Инвестиционная компания «Фридом Финанс»

Тимур Турлов,
генеральный директор,
главный инвестиционный стратег

Департамент
корпоративных финансов

Сергей Носов,
директор департамента
корпоративных финансов
Email: nosov@ffin.ru

Роман Соколов,
заместитель директора департамента
корпоративных финансов
Email: sokolov@ffin.ru

Трейдинг
Российский рынок
Email: rustraders@ffin.ru
Время работы: 10:00–24:00 мск

Американский рынок
E-mail: traders@ffin.ru
Время работы: 10:00–24:00 мск

Отдел продаж (руководители департаментов)

Георгий Волосников
Станислав Дрейлинг
Владимир Козлов
Мстислав Кудинов
Антон Мельцов
Email: sales@ffin.ru
Время работы: 10:00–20:00 мск

Аналитика и обучение
Игорь Ключнев (руководитель)
Email: klyushnev@ffin.ru

Связи с общественностью
Наталья Харлашина (руководитель)
Email: pr@ffin.ru

Бэк-офис
Галина Карякина (операционный директор)
Email: office@ffin.ru
Время работы: 10:00–24:00 мск

Центральный офис

Москва

☎ +7 (495) 783-91-73

123112, г. Москва, 1-й Красногвардейский проезд, 15,
этаж 18, башня «Меркурий», Москва-Сити
(м. «Выставочная», «Деловой центр»)
www.ffin.ru | info@ffin.ru

Офисы

Архангельск
☎ +7 (8182) 457-770
пл. Ленина, 4, 1 этаж
arhangelsk@ffin.ru

Астрахань
☎ +7 (8512) 990-911
ул. Кирова, д. 34
astrakhan@ffin.ru

Барнаул
☎ +7 (3852) 29-99-65
ул. Молодежная, 26
barnaul@ffin.ru

Владивосток
☎ +7 (423) 279-97-09
ул. Фонтанная, 28
vladivostok@ffin.ru

Волгоград
☎ +7 (8442) 61-35-05
пр-т им. В.И. Ленина, 35
volgograd@ffin.ru

Воронеж
☎ +7 (473) 205-94-40
ул. Карла Маркса, 67/1
voronezh@ffin.ru

Екатеринбург
☎ +7 (343) 351-08-68
ул. Сакко и Ванцетти, 61
☎ +7 (343) 351-09-90
ул. Хохрякова, д.10
yekaterinburg@ffin.ru

Ижевск
☎ +7 (3412) 278-279
ул. Пушкинская д, 277
БЦ «Парус Плаза»
safin@ffin.ru

Иркутск
☎ +7 (3952) 79-99-02
ул. Киевская, 2
(вход с ул. Карла Маркса)
irkutsk@ffin.ru

Казань
☎ +7 (843) 249-00-51
ул. Сибгата Хакима, 15
kazan@ffin.ru

Калининград
☎ +7 (4012) 92-08-78
пл. Победы, 10
БЦ «Кlover», 1 этаж
kaliningrad@ffin.ru

Кемерово
☎ +7 (3842) 45-77-75
пр-т Октябрьский, 2 Б
БЦ «Маяк Плаза», офис 910
kemerovo@ffin.ru

Краснодар
☎ +7 (861) 203-45-58
ул. Кубанская Набережная, 39/2
ТОЦ «Адмирал»
krasnodar@ffin.ru

Красноярск
☎ +7 (391) 204-65-06
пр-т Мира, 26
krasnoyarsk@ffin.ru

Липецк
☎ +7 (4742) 50-10-00
ул. Гагарина, 33
lipetsk@ffin.ru

Набережные Челны
☎ +7 (8552) 204-777
пр-т Хасана Туфана, д. 26
n.chelny@ffin.ru

Нижний Новгород
☎ +7 (831) 261-30-92
ул. Короленко, 29, офис 414
nnovgorod@ffin.ru

Новокузнецк
☎ +7 (3843) 20-12-20
пр-т Н.С. Ермакова, 1, корп. 2,
офис 103/3
novokuznetsk@ffin.ru

Новосибирск
☎ +7 (383) 377-71-05
ул. Советская, 37 А
novosibirsk@ffin.ru

Омск
☎ +7 (3812) 40-44-29
ул. Гагарина, 14, 1 этаж
omsk@ffin.ru

Оренбург
☎ +7 (3532) 48-66-08
ул. Чкалова, 70/2
orenburg@ffin.ru

Пермь
☎ +7 (342) 255-46-65
ул. Екатерининская, 120
perm@ffin.ru

Ростов-на-Дону
☎ +7 (863) 308-24-54
Буденновский пр-т, 62/2
БЦ «Гедон»
rostovnadonu@ffin.ru

Самара
☎ +7 (846) 229-50-93
Ульяновская улица, 45
samara@ffin.ru

Санкт-Петербург
☎ +7 (812) 313-43-44
Басков переулок, 2, стр. 1
spb@ffin.ru

Сочи
☎ +7 (862) 300-01-65
ул. Парковая, 2
sochi@ffin.ru

Саратов
☎ +7 (845) 275-44-40
ул. им. Вавилова Н.И., 28/34
saratov@ffin.ru

Ставрополь
☎ +7 (8652) 22-20-22
ул. Ленина, 219,
(Бизнес-центр)
3 этаж, офис 277,
stavropol@ffin.ru

Тольятти
☎ +7 (848) 265-16-41
ул. Фрунзе, 8
ДЦ PLAZA, офис 909
tolyatti@ffin.ru

Тюмень
☎ +7 (3452) 56-41-50
ул. Челюскинцев, 10,
офис 112
tyumen@ffin.ru

Уфа
☎ +7 (347) 211-97-05
ул. Карла Маркса, 20
ufa@ffin.ru

Челябинск
☎ +7 (351) 799-59-90
ул. Лесопарковая, 5
chelyabinsk@ffin.ru

Череповец
☎ +7 (8202) 49-02-86
ул. Ленина, 54 Г
cherepovets@ffin.ru

Ярославль
☎ +7 (4852) 60-88-90
ул. Свободы, 34, 1 этаж,
yaroslavl@ffin.ru