

Gracell Biotechnologies (GRCL)

Оценка капитала | DCF

Китай | Фармацевтика

Потенциал роста: **32%**
Целевая цена: **\$23,7**
Диапазон размещения: **\$16-\$18**

оценка перед IPO

IPO GRCL: новые методы лечения с помощью CAR-T



Выручка, 3Q20 (млн CNY)	0
EBIT, 3Q20 (млн CNY)	-129
Чистая прибыль, 2Q20 (млн CNY)	-128
Чистый долг (млн CNY)	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)	1,078
Акции после IPO (млн шт)	63,4
Акции к размещению (млн шт)	8,8
Объем IPO, (млн USD)	150
Диапазон IPO (USD)	16-18
Дата IPO	7 января
Целевая цена (USD)	23,7

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

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

7 января состоится IPO компании Gracell Biotechnologies, китайской биотехнологической компании, разрабатывающей CAR-T-клеточные методы лечения рака. Андеррайтерами размещения выступают Citigroup, Jefferies, Piper Sandler и Wells Fargo Securities.

О компании. Компания разработала свои собственные технологические платформы FasTCAR и TruUCAR для изменения традиционных подходов к терапии CAR-T-клетками. В дополнение к своим технологическим платформам, компания использует запатентованные методы генной инженерии Dual CAR и Enhanced CAR. FasTCAR разработан для решения самых распространённых проблем, таких как длительное время производства, плохое качество, высокая стоимость терапии. TruUCAR разработан для создания высококачественных препаратов для лечения аллогенных CAR-T-клеток, которые могут применяться «в готовом виде» по более низкой цене. Оба метода используют лентивирус для доставки CAR-T-клеток (лентивирусы способны доставлять значительное количество генетического материала в клетку хозяина и обладают уникальной среди ретровирусов способностью реплицироваться в неделящихся клетках, что делает лентивирусы удобным вектором для доставки генетического материала в молекулярной биологии). Акционерами являются Gracell Venture Holdings Limited, TLS Beta Pte, LAV, OrbiMed, Kington. Всего компания привлекла \$185 млн.

Ключевые разработки компании. Компания создала ряд потенциальных лекарств, которые могут лечить как гематологические злокачественные новообразования, так и твёрдые опухоли. Компания разрабатывает, производит и поставляет CAR-T-клетки основным исследователям в больницах Китая для введения пациентам. Ведущий кандидат компании GC012F, разработанный с поддержкой FasTCAR, предназначен для лечения миеломной болезни. Разработка показала довольно положительные результаты: 15 из 16 пациентов имели ответную реакцию на терапию. Другой ведущий кандидат компании GC027 разработан с помощью TruUCAR для лечения лимфолейкоза. Данная разработка продемонстрировала 100%-ную суммарную эффективность терапии у 5 пациентов.

Апсайд в 32% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$1,501 млрд, что на 32% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,141 млрд. Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,7 за акцию.

Gracell Biotechnologies: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн CNY	2018	2019	9M20	Балансовый отчет, млн CNY	2018	2019	9M20
Выручка	0	0	0	Наличность	12	312	157
Себестоимость	0	0	0	Инвестиции	102	4	21
Валовая прибыль	0	0	0	Прочие активы	14	24	38
R&D	52	119	108	Текущие активы	128	340	216
G&A	10	27	21	ОС	16	48	112
ЕБИТ	(63)	(147)	(129)	Прочие активы	4	24	13
ЕБИТДА	(60)	(141)	(117)	Долгосрочные активы	21	72	125
Процентный доход	1	4	2	Активы	149	412	341
Процентный расход	0	0	(1)	Прочие обязательства	7	18	12
Прочие доходы	0	1	2	Краткосрочные займы	0	0	20
Валютная разница	0	3	(2)	Текущая часть долга	0	0	0
Прочие	0	(0)	(0)	Текущие обязательства	7	18	32
Доналоговая прибыль	(61)	(143)	(127)	Конвертируемые займы	139	139	0
Налог	0	0	0	Долг	0	0	45
Чистая прибыль	(61)	(139)	(128)	Долгосрочные обязательства	139	139	45
				Конвертируемые прив-ые акции	83	548	733
				Капитал	(81)	(292)	(469)
				Обязательства и собственный капитал	149	412	341
Рост и маржа (%)	2018	2019	9M20				
Темпы роста выручки	-	-	-	Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	9M20
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	ИСТО, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	АИСТО, x	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
ЕБИТДА маржа	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	-	WСТО, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-	FАТО, x	-	-	-
Маржа чистой прибыли	-	-	-				
Cash Flow, млн CNY	2018	2019	9M20	Ликвидность и структура капитала	2018	2019	9M20
СFO	(62)	(135)	(134)	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	3	5	12	Текущая ликвидность, x	-	-	-
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
СFI	(113)	41	(82)	Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
СFF	139	395	63	Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	-	-
Денежный поток	(37)	301	(153)	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Наличность на начало года	48	12	312				
Наличность на конец года	12	312	157				
				Мультипликаторы	2018	2019	9M20
Справочные данные	2018	2019	9M20	P/B, x	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	P/E, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	EV/ЕБИТДА, x	-	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	EV/S, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	-	-	-				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

Модель с учетом вероятности в 18% дает оценку в \$1,501 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2027 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2027 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 \$31 млрд (рынок лечения миеломной болезни) и \$2,26 млрд к 2029 году (рынок лечения лимфолейкоза).

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 8% в первый год коммерциализации продукта с дальнейшим ростом до 20% к 2029 прогнозируемому году. За счет устранения самых распространенных проблем, таких как длительное время производства, плохое качество, высокая стоимость терапии, компания может занять довольно большую долю рынка.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2027 году с \$2,726 млрд с дальнейшим ростом до \$6,817 млрд к 2029 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 7,5%. При коэффициенте бета 0,91, безрисковой ставке Китая 0,936% и премии за риск инвестирования в акции в 7,2% затраты на капитал равны 7,5%.

Наша оценка фирмы достигает \$1,501 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 82%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$1,501 млрд, что на 32% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$1,141 млрд. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$23,7 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 миеломной болезни и лимфолейкоза, млрд USD	22,5	25,6	27,2	28,7	30,3	31,9	33,0	34,1	35,0	35,9
темп роста, %		13,7%	6,2%	5,8%	5,5%	5,2%	4,2%	3,3%	2,7%	2,1%
Доля рынка Gracell Biotechnologies, %	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	8,00%	14,00%	19,0%
Выручка от продаж, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	2726	4902	6817

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

Иллюстрация 2. Модель оценки Gracell Biotechnologies

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
Выручка, млн USD	0	0	0	0	0	0	0	2726	4902	6817	7 021
темп роста, %									80%	39%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	15%	15%	15%	15%
ЕБИТ	-39	-61	-85	-109	-130	-147	-161	409	735	1 022	1 053
RR, %	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	40%	40%	40%	10%
CapEx	0	0	0	0	0	0	0	164	294	409	105
FCFF	-39	-61	-85	-109	-130	-147	-161	245	441	613	948
PV FCFF	-36	-53	-68	-81	-90	-95	-96	135	225	289	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											18 369
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											8 654
ROIC в зрелом периоде, %											8,2%
Расчет WACC	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Безрисковая ставка	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Бета послерыноговая	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Премия за риск инвестирования	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
Стоимость собственного капитала	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	
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%	
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	7,5%	7,6%	7,6%	7,7%	7,8%	7,9%	7,9%	8,0%	8,1%	8,2%	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн USD											
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде	130										
(+) Стоимость в зрелом периоде	8 654										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,93x										
(=) EV	8 183										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	4										
(+) Наличность	26										
(+) Поступления от IPO	150										
(-) Стоимость выпущенных опционов	15										
(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (GC012F и GC027), млн USD	8 340										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	1 141										
Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)	18,0%										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	1 501										
Целевая цена на акцию, USD	23,7										
Максимум диапазона на IPO, USD	18,0										
Потенциал роста, %	32%										
Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA											
Фаза	I	II	III	IV - одобрение FDA							
Вероятность	15%	30%	60%	90%							
Оценка	1 251	2 502	5 004	7 506							
На акцию	19,7	39,5	78,9	118,4							

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 регулирующих органов. Любое дальнейшее регулирование может задержать или предотвратить коммерциализацию некоторых или всех продуктов Gracell Biotechnologies Inc.

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