

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

**Buy**

Adaptive Biotech (ADPT)

Потенциал роста: **37%**Целевая цена: **\$23,4**Диапазон размещения: **\$15-17****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Разработка лекарств

обзор перед IPO

**ADPT: полезный «взлом» кода иммунной системы**

Выручка, 2018 (млн USD)	56
EBIT, 2018 (млн USD)	-44
Прибыль, 2018 (млн USD)	-45
Чистый долг, 2018 (млн USD)	0

P/E, 2019 (x)	—
P/BV, 2019 (x)	—
EV/S, 2019 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-76

Капитализация IPO (млн USD)	1 895
Акции после IPO (млн шт)	118,4
Акции к размещению (млн шт)	12,5
Объем IPO (млн USD)	200
Минимальная цена IPO (USD)	15
Максимальная цена IPO (USD)	17
Целевая цена (USD)	23,4
Дата IPO	26 июня

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

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) | bekteмиrov@ffin.kz

На IPO выходит растущая по 40% в год Adaptive Biotechnologies, которой удалось разработать способ секвенирования ключевых рецепторов иммунной системы организма при помощи своей платформы ImmunoSEQ и методов машинного обучения. Компания нацелена разработать принципиально новый метод скрининга, основанный на данных иммунной системы для диагностики и лечения заболеваний, некая «иммунная MPT».

**Потенциал базы из 30 млрд иммунных рецепторов.** Adaptive собрала большую базу труднодоступной информации о более чем 30 миллиардах иммунных рецепторов, которая может использоваться исследователями для создания методов лечения различных заболеваний. В 2017 году Adaptive заключила семилетнее партнерское соглашение с Microsoft. В декабре 2018 года Adaptive заключила партнерское соглашение с Genentech о разработке, производстве и коммерциализации новых Т-клеточных методов лечения широкого спектра раковых заболеваний.

**Adaptive зарабатывает на платформе ImmunoSEQ, предлагая ее в качестве платного продукта.** Платформа Adaptive ImmunoSEQ помогает исследователям делать открытия в таких областях, как онкология, аутоиммунные расстройства, инфекционные заболевания и базовая иммунология. Предлагаемый в качестве услуги или набора метод иммунологического анализа обеспечивает количественные воспроизводимые результаты секвенирования, а также доступ к мощным и простым в использовании инструментам анализа. С момента запуска компании в 2009 году более 125 биофармацевтических компаний и более 480 клинических испытаний использовали ее платформу immunoSEQ.

**Adaptive растет по 40% в год на фоне роста клинических испытаний, сокращает себестоимость и фиксирует положительный операционный поток в 1 квартале.**

За последний год темпы роста компании составили +45%, а в 1 квартале 2019 года - +30%. Одним из триггеров роста является рост клинических испытаний на 30% до 6,8 тысяч. За последние 2 года валовая маржа демонстрирует рост с 59% до 65%. Операционная маржа также выросла с -116% в 2017 году до -89% в 2018 году. В 1 квартале 2019 года компания получила положительный операционный поток в \$278 млн.

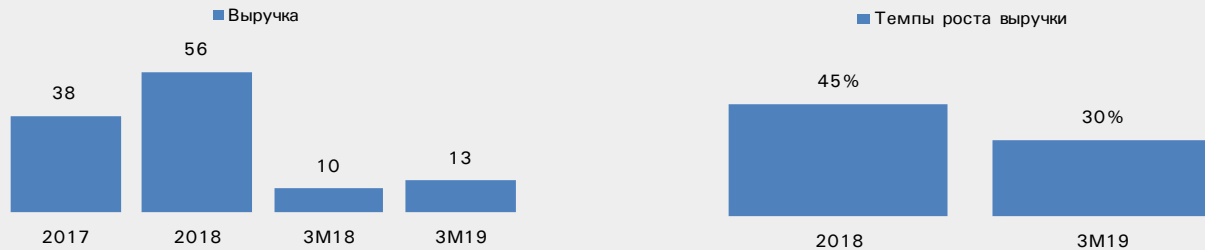
**С учетом всех вводных данных и дисконта рисков по запуску продуктов оценка по модели FCFF собственного капитала Adaptive Biotechnologies составляет \$ 2,8 млрд. Целевая цена на 1 акцию составляет \$23,4, что составляет потенциал в 37%.**

## Adaptive Biotechnologies: финансовые показатели

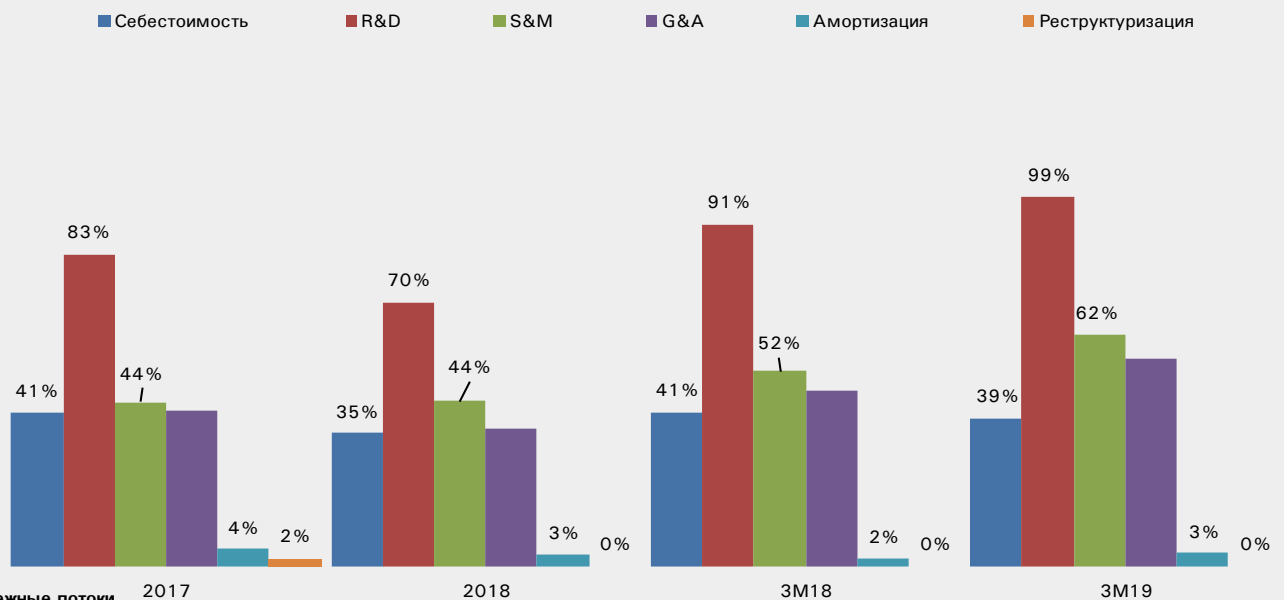
Отчет о прибыли, млн USD	2017	2018	3M19	Балансовый отчет, млн USD	2017	2018	3M19
<b>Выручка</b>	<b>38</b>	<b>56</b>	<b>13</b>	Наличность	85	55	111
Себестоимость	16	20	5	Ценные бумаги	107	110	329
<b>Валовая прибыль</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	<b>8</b>	Дебиторская задолженность	6	5	4
R&D	32	39	12	Инвентарь	5	8	8
S&M	17	24	8	Прочая дебиторская задолженность	3	3	7
G&A	16	20	7	<b>Текущие активы</b>	<b>205</b>	<b>181</b>	<b>459</b>
Амортизация	2	2	0	ОС	14	19	21
Реструктуризация	1	0	0	Ценные бумаги	9	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>(38)</b>	<b>(45)</b>	<b>(15)</b>	Денежные средства с ограничением	0	0	2
Амортизация	6	5	5	HMA	15	14	13
<b>EBIT</b>	<b>(44)</b>	<b>(50)</b>	<b>(20)</b>	Гудвил	119	119	119
Процентные доходы	0	1	0	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>157</b>	<b>152</b>	<b>155</b>
Процентные расходы	(1)	(1)	(0)	<b>Активы</b>	<b>362</b>	<b>333</b>	<b>615</b>
Прочие расходы	(0)	(2)	(0)	Кредиторская задолженность	2	2	3
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(45)</b>	<b>(52)</b>	<b>(20)</b>	Начисленные обязательства	1	3	5
Налог	0	0	0	Начисленные компенсации	3	5	2
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(45)</b>	<b>(52)</b>	<b>(20)</b>	Аренда	1	1	1
				Текущий отложенный доход	14	13	52
				<b>Текущие обязательства</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>63</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3M19</b>	Обязательства по конвер-м акциям	0	0	0
Темпы роста выручки	-	45%	30%	Аренда	4	6	6
Темпы роста EBITDA	-	-	-	Отложенный доход	0	1	257
Темпы роста EBIT	-	-	-	Прочие	0	0	0
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>264</b>
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	<b>Всего обязательства</b>	<b>26</b>	<b>30</b>	<b>327</b>
Валовая маржа	59%	65%	61%	<b>Конвертируемые акции</b>	<b>561</b>	<b>561</b>	<b>561</b>
EBITDA маржа	-100%	-81%	-120%	<b>Капитал</b>	<b>-225</b>	<b>-258</b>	<b>-273</b>
EBIT маржа	-116%	-89%	-158%	<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>362</b>	<b>333</b>	<b>615</b>
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-117%	-93%	-156%				
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3M19</b>	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3M19</b>
<b>CFO</b>	<b>(35)</b>	<b>(32)</b>	<b>278</b>	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
D&A	6	5	2	ICFO, x	-	-	-
				AICFO, x	-	-	-
<b>CFI</b>	<b>36</b>	<b>1</b>	<b>(222)</b>	ROIC, %	-	-	-
CapEx	(3)	(6)	(4)	Себестоимость/выручка, %	-41%	-35%	-39%
				Операционные издержки/выручка, %	-209%	-186%	-255%
<b>CFF</b>	<b>52</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	WCFO, x	-	-	-
				FATO, x	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>53</b>	<b>(30)</b>	<b>56</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3M19</b>
Наличность на начало года	34	87	57	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
Наличность на конец года	87	57	113	Текущая ликвидность, x	9,77	7,93	7,26
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3M19</b>	Долг/активы, %	-	-	-
Акции в обращении, млн штук	-	-	-	Долг/собственные средства, x	-	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-	Долг/IC, %	-	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-	Собственные средства/активы, %	24%	17%	18%
Рыночная капитализация, USD	-	-	-	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	3	6	4	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>3M19</b>
Рабочий капитал, USD	-	-	-	P/B, x	-	-	-
Реинвестиции, USD	-	-	-	P/E, x	-	-	-
BV, USD	-	-	-	P/S, x	-	-	-
Инвестированный капитал	-	-	-	EV/EBITDA, x	-	-	-
EPS, USD на акцию	-	-	-	EV/S, x	-	-	-

## Adaptive Biotechnologies: ключевые цифры

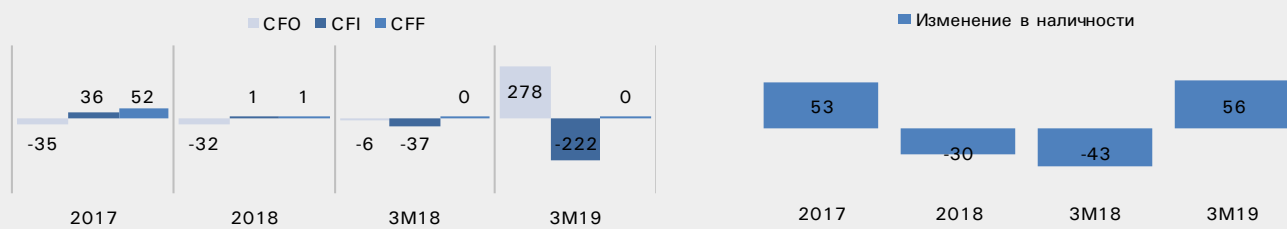
### Выручка и темпы роста



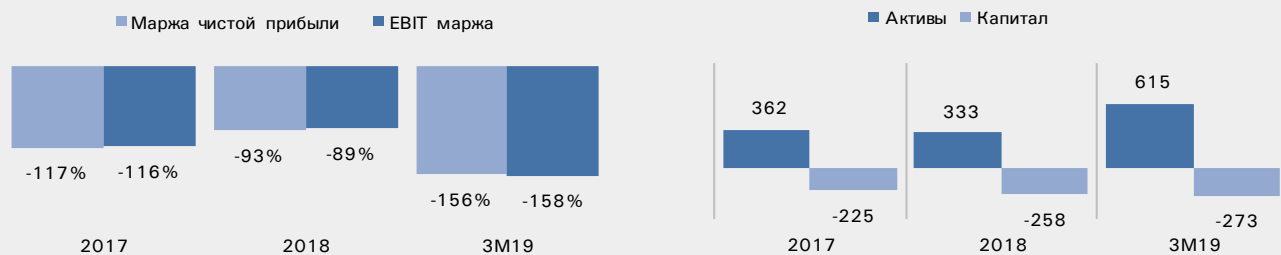
### Расходы и их структура



### Денежные потоки



### Маржа и активы



## **Adaptive Biotechnologies: краткое резюме потенциала компании**

---

**С учетом портфеля текущих продуктов компании и будущих возможных запусков IPO Adaptive Biotechnologies представляется нам интересным по ряду причин.**

**(+) Большой потенциал собранной базы.** Adaptive собрала большую базу труднодоступной информации о более чем 30 миллиардах иммунных рецепторов, которая может использоваться исследователями для создания методов лечения различных заболеваний.

**(+) Большая база патентов.** Компания получила уже более 230 патентов, еще ожидает 109.

**(+) Большая партнёрская база.** На сегодняшний день партнёрская база насчитывает уже более 125 партнёрских соглашений. Одни из самых крупных – соглашения с Microsoft и Genentech.

**(+) В 1 квартале был зафиксирован положительный операционный денежный поток.**

**(+) С момента запуска компании в 2009 году более 125 биофармацевтических компаний и более 480 клинических испытаний использовали ее платформу immunoSEQ.**

**(-) Возможно, компания может не получить одобрение на один из своих потенциальных продуктов от FDA.**

## Adaptive Biotechnologies: ключевые факты

---

**Корпорация Adaptive Biotechnologies (ADPT) разрабатывает платформу иммунной медицины для диагностики и лечения различных заболеваний.** Кроме того, компания предлагает ряд клинических продуктов и услуг, которые используются для диагностики, мониторинга и лечения заболеваний, таких как рак, аутоиммунные заболевания и инфекционные заболевания.

Adaptive в настоящее время имеет базу данных с информацией о более чем 30 миллиардах иммунных рецепторов. Компания обладает правами на данные более 20 миллиардов из них.

В 2017 году Adaptive заключила семилетнее партнерское соглашение с Microsoft. В соответствии с условиями соглашения, Adaptive будет использовать ресурсы машинного обучения и вычислительной статистики Microsoft, чтобы составить карту взаимодействий между болезнями и иммунной системой, чтобы в конечном итоге создать диагностический продукт.

В декабре 2018 года Adaptive заключила партнерское соглашение с Genentech о разработке, производстве и коммерциализации новых Т-клеточных методов лечения широкого спектра раковых заболеваний. Компания Adaptive получила \$300 млн в качестве первоначального авансового платежа в феврале и имеет право получить около \$1,8 млрд в виде дополнительных платежей при достижении определенных этапов. В соответствии с условиями сделки, Genentech также будет выплачивать адаптивные роялти за любые продажи продуктов, коммерциализированных в соответствии с соглашением.

После IPO компания планирует начать разработку исследовательского комплекта следующего поколения, способного использовать широкий спектр типов образцов, который, как она надеется, обеспечит глобальное распространение ее продуктов.

**Продукт компании.** Платформа Adaptive ImmunoSEQ помогает исследователям делать открытия в таких областях, как онкология, аутоиммунные расстройства, инфекционные заболевания и базовая иммунология. Испытания иммуно-SEQ могут идентифицировать миллионы Т- и В-клеточных рецепторов из одного образца в мельчайших деталях. Предлагаемый в качестве услуги или набора метод иммунологического анализа обеспечивает количественные воспроизводимые результаты секвенирования, а также доступ к мощным и простым в использовании инструментам анализа.

С момента запуска компании в 2009 году более 125 биофармацевтических компаний и более 480 клинических испытаний использовали ее платформу immunoSEQ.

**Портфолио компании.** На текущий момент компания имеет коммерциализированные продукты и продукты на стадии испытаний.

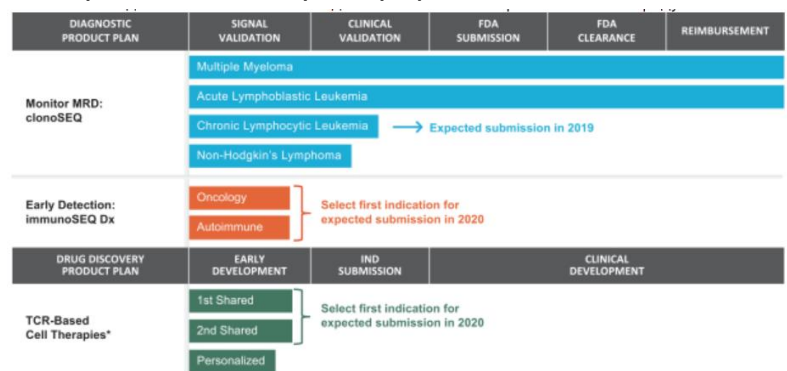
**Клиническая диагностика:** clonoSEQ обнаруживает и отслеживает количество раковых клеток, которые присутствуют в организме пациента во время и после лечения. В сентябре 2018 года clonoSEQ получил разрешение на продажу от FDA.

ImmunoSEQ Dx: в сотрудничестве с Microsoft и его машинным обучением компания разрабатывает продукт для анализа крови, который будет единым для обнаружения заболеваний. В 2019 году

компания получит первые результаты, а в 2020 году планирует получить одобрение от FDA.

**Поиск новых лекарств.** Процесс TruTCR анализирует TCR против общих антигенов для использования в разработке терапевтических средств. В декабре 2018 года компания вступила в сотрудничество с Genentech, чтобы использовать эту возможность для разработки клеточной терапии в онкологии. Данное сотрудничество разрабатывает два пути новых методов иммунотерапии Т-клеток, в которых Genentech намеревается использовать TCR, проверенные платформой Adaptive Biotechnologies, для иммунной медицины, для разработки и производства клеточных лекарств, которые будут носить «общий» и «персонализированный» характер. Компания ожидает получить одобрение к 4 кварталу 2020 года.

**Иллюстрация 1. Стадия одобрения продуктов компании**



Источник: на основе данных компании

**Потенциальный рынок в \$48,7 млрд.** Медицина, связанная с разработками лечения иммунитета, является одним из крупнейших сегментов на рынке здравоохранения. С учетом портфеля компании и будущих продуктов у ADPT будет возможность работать на следующих рынках.

**Исследования и разработки:** возможность проведения исследования в области биологических наук для иммунологии во всем мире оценивается в \$1 млрд.

**Клиническая диагностика:** адресный рынок ADPT составляет \$16,3 млрд. Данный адресный рынок включает в себя мониторинг MRD при лимфоидных злокачественных новообразованиях, выявление иммуноглобулинов DQ и другое. В будущем, если продукт компании TCR-антиген-карта позволит проверять иммунную систему простым анализом крови, тогда это потенциально может трансформировать диагностику и лечение заболеваний и представить одну из самых больших возможностей в здравоохранении.

**Поиск новых лекарств:** возможности рынка для общих продуктов и персонализированных продуктов, разрабатываемых в сотрудничестве с Genentech, оцениваются в \$31,4 млрд. Оценка рынка идет на основе данных более чем 100 тысяч пациентов с метастазами и с некоторыми типами опухолей, у которых есть хотя бы один из антигенов.

#### Конкурентные преимущества.

- Платформа иммунной медицины способна поддерживать клинические продукты.
- Большая база иммунологии обеспечивает надежный механизм

разработки новых продуктов.

- Сотрудничество с лидерами отрасли.
- Интеллектуальная собственность (234 патента).

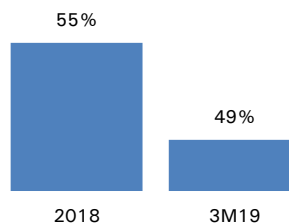
#### Стратегия роста.

- Продвижение новых продуктов.
- Развитие сотрудничества с лидерами отрасли
- Коммерческое внедрение новых продуктов

## Adaptive Biotechnologies: положительный операционный денежный поток, рост выручки свыше 40% при росте маржи

**За последний год темпы роста составили 45%.** За последний год темпы роста компании составили 45%, за 1 квартал 2019 года - 30%. Одним из триггеров роста является рост клинический испытаний на 30% до 6,8 тысяч.

График 1. Темпы роста, %

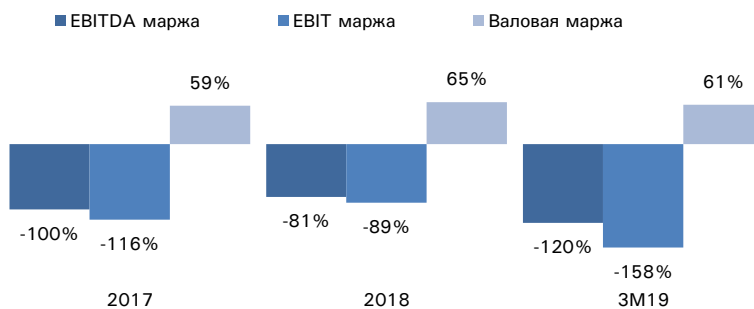


Источник: на основе данных компании

**Маржинальность бизнеса.** За последние 2 года валовая маржа демонстрирует рост. В 2017 году данный показатель был равен 59%, в 2018 году - 65%.

При этом показатели EBIT маржи демонстрируют рост с -116% до -89% в 2018 году. Однако в 1 квартале 2019 года данный показатель снизился до -158%. Причиной снижения стал рост таких статей затрат, как R&D, S&M и G&A.

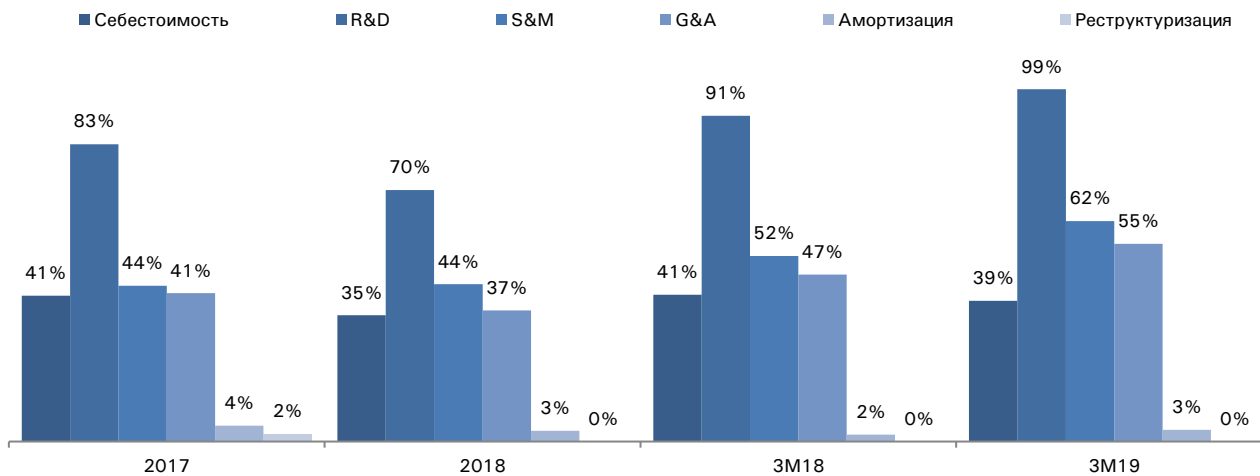
График 2. Основные индикаторы маржинальности бизнеса, %



Источник: на основе данных компании



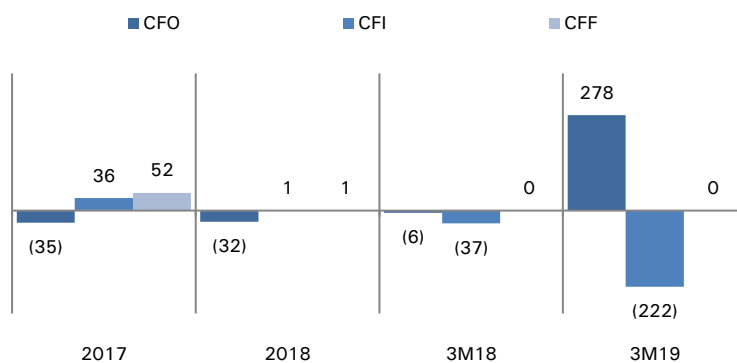
График 3. Структура расходов ADPT за 2017-3М19 гг.



Источник: на основе данных компании

**В 1 квартале 2019 года был зафиксирован положительный денежный поток.** В 1 квартале 2019 года компания получила положительный CFO благодаря отложенной выручке.

График 4. Денежный поток ADPT с 2018 по 3М19 гг.



Источник: на основе данных компании

## Оценка ADPT: с учетом портфеля продуктов компании и ее будущих возможностей потенциал к верхней границе составляет 37%

---

**1. Прогноз выручки Adaptive Biotechnologies.** Компания имеет потенциальный адресный рынок в 46,8 млрд для своего портфеля продуктов.

**Рынок изучения иммуносеквирования:** мы заложили рост доли с 3,2% до 15% в течение 10 лет, так как компания является одним из лидеров рынка и имеет значительное преимущество перед своими конкурентами.

**Рынок клинической диагностики.** Компания в сентябре 2018 года получила частичное разрешение на MRD (тест, который обнаруживает и отслеживает количество раковых клеток, которые присутствуют в организме). В текущем году также планируется получить разрешение от FDA для запуска еще одного продукта MRD для лечения лейкемии. С учетом всех текущих продуктов и потенциального запуска новых, например «единый анализ крови», который разрабатывается совместно с компанией Microsoft, мы считаем, что компания может охватить до 7% адресного рынка.

**Рынок поиска новых лекарств.** Компания работает совместно с Genentech для разработки новых способов клеточной терапии в онкологии. Компании, возможно, предоставят первые результаты до 2020 года. С учетом этого первая продукция может появиться уже в 2021 году. А доля от адресного рынка составит до 3%.

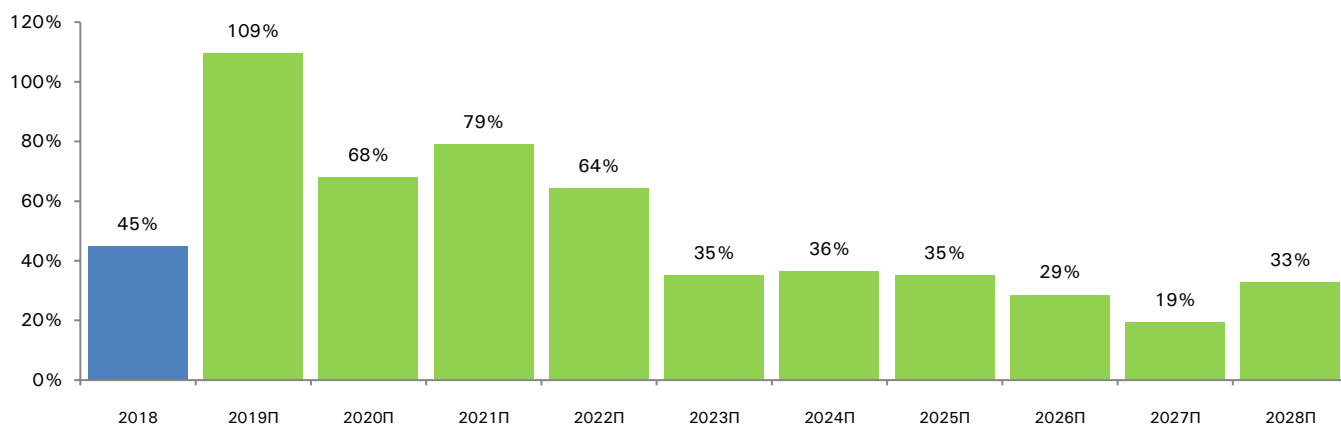
**Итоговая выручка Adaptive Biotechnologies.** По нашим прогнозам, выручка Adaptive Biotechnologies будет иметь сильную волатильность из-за запуска или отложения выхода продукта. С учетом дисконта возможных рисков, связанных с запуском новых продуктов, выручка компании в течение 10 лет может составить до \$3 млрд.

## Иллюстрация 2. Модель выручки ADPT

Модель выручки Adaptive Biotechnologies	2017	2018	2019П	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П
Рынок изучения иммуносеквирования, млрд USD	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,5	1,5
Темп роста (%)		4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Доля рынка ADPT на рынке иммуносеквирования (%)	2,3%	3,2%	4,4%	5,5%	6,7%	7,9%	9,1%	10,3%	11,5%	12,6%	13,8%	15,0%
Темп роста (%)		39%	37%	27%	21%	18%	15%	13%	12%	10%	9%	9%
<b>Выручка от секвирования, млн USD</b>	<b>22,8</b>	<b>33</b>	<b>47</b>	<b>62</b>	<b>79</b>	<b>96</b>	<b>115</b>	<b>135</b>	<b>157</b>	<b>180</b>	<b>205</b>	<b>231</b>
Темп роста (%)		45%	43%	32%	26%	22%	20%	18%	16%	15%	14%	13%
Адресный рынок по клинической диагностике (млрд USD)		16,0	16,8	17,6	18,5	19,4	20,4	21,4	22,5	23,6	24,8	26,1
Темп роста (%)			5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Доля рынка ADPT по клинической диагностике (%)		0,1%	0,8%	1,5%	2,2%	2,9%	3,6%	4,3%	4,9%	5,6%	6,3%	7,0%
Темп роста (%)			484%	83%	45%	31%	24%	19%	16%	14%	12%	11%
Дисконт риска III фазы			0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,8
<b>Выручка от клинической диагностики (млн USD)</b>	<b>15,7</b>	<b>23</b>	<b>70</b>	<b>133</b>	<b>204</b>	<b>337</b>	<b>438</b>	<b>548</b>	<b>779</b>	<b>931</b>	<b>1 097</b>	<b>1 459</b>
Темп роста (%)		45%	206%	92%	53%	65%	30%	25%	42%	20%	18%	33%
Адресный рынок по поиску новых лекарств (млрд USD)		31,4	33,0	34,6	36,3	38,2	40,1	42,1	44,2	46,4	48,7	51,1
Темп роста (%)			5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Доля рынка ADPT по поиску новых лекарств (%)		0,0%	0,0%	0,0%	0,4%	0,8%	1,1%	1,5%	1,9%	2,3%	2,6%	3,0%
Темп роста (%)												
Дисконт риска III фазы					0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8
<b>Выручка от клинической диагностики (млн USD)</b>	<b>0,0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>68</b>	<b>143</b>	<b>225</b>	<b>379</b>	<b>497</b>	<b>731</b>	<b>895</b>	<b>1 228</b>
Темп роста (%)					110%	58%	68%	31%	47%	23%	37%	
<b>Выручка ADPT (млн USD)</b>	<b>38</b>	<b>56</b>	<b>117</b>	<b>196</b>	<b>350</b>	<b>576</b>	<b>778</b>	<b>1 061</b>	<b>1 433</b>	<b>1 842</b>	<b>2 197</b>	<b>2 918</b>
Темп роста (%)		45%	109%	68%	79%	64%	35%	36%	35%	29%	19%	33%

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

## График 5. Прогноз темпов роста ADPT

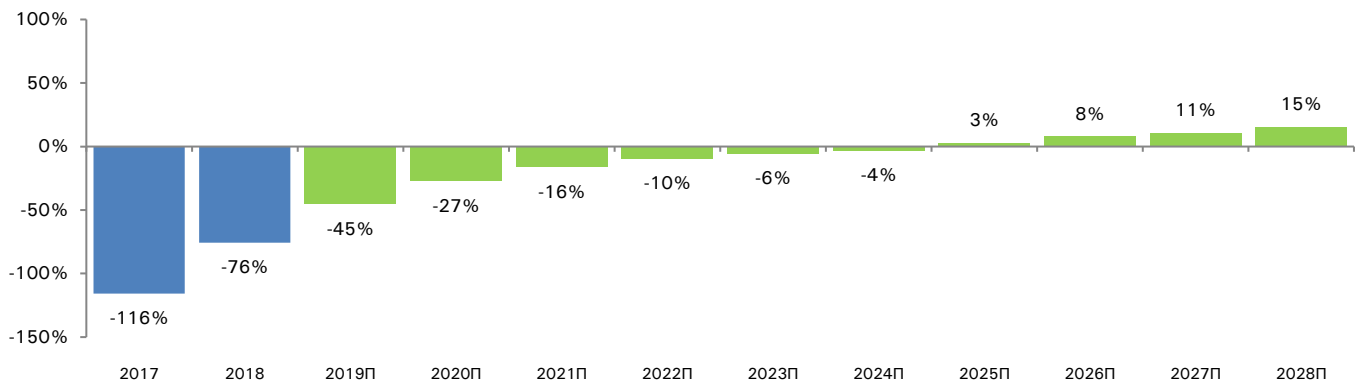


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

## 2. Достижение прибыльности через 6 лет к 2025 прогнозируемому году.

Мы заложили продолжение тренда сокращения убытков и роста EBIT маржи с -76% в 2018 до -4% к 2024 прогнозируемому году. При текущих исходных данных мы предполагаем, что к 2025 прогнозируемому году компания достигнет прибыльности, а в течение 10 лет (2028 ПГ) достигнет среднеотраслевых значений в 15-16%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет сократятся 15,6% до 1,7%, что равняется среднеотраслевым показателям. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$372 млн.

График 6. 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 7,4%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 41% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$103 млн) и зрелого (\$2,384 млрд) периода, составит \$2,375 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды \$22 млн, поступления от IPO в \$200 млн, наличность на счетах в \$440 млн и стоимость опционов в \$180 млн, собственный капитал Adaptive Biotechnologies можно оценить в \$2,813 млрд.

Учитывая 118,4 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$23,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$17 составляет 37%.

## Иллюстрация 3. Модель оценки ADPT методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	зрелый
темпы роста выручки, %		45%	109%	68%	79%	64%	35%	36%	35%	29%	19%	33%	3,0%
(+) Выручка	38	56	117	196	350	576	778	1 061	1 433	1 842	2 197	2 918	3 005
(х) Операционная маржа	-116%	-76%	-45%	-27%	-16%	-10%	-6%	-4%	3%	8%	11%	15%	16%
(=) EBIT	-44	-42	-53	-53	-57	-56	-46	-37	43	147	242	449	481
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	48	90	96
(=) NOPLAT	-44	-42	-53	-53	-57	-56	-46	-37	43	140	193	359	385
(-) чистые реинвестиции	28	9	15	20	28	37	40	43	47	48	46	49	157
(=) FCFF	(73)	(51)	(68)	(73)	(85)	(93)	(86)	(81)	(4)	92	147	311	228
FCFF маржа, %	-189,2%	-91,3%	-57,9%	-37,2%	-24,3%	-16,2%	-11,0%	-7,6%	-0,3%	5,0%	6,7%	10,6%	
(х) фактор дисконтирования			0,92x	0,85x	0,78x	0,72x	0,66x	0,61x	0,57x	0,53x	0,49x	0,46x	
PV FCF			(62)	(62)	(66)	(67)	(57)	(50)	(2)	49	72	142	
Терминальная стоимость													5 220
PV Терминальной стоимости													2 384
<b>Имплицированные переменные модели</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	
Выручка/капитал, x	0,70x	1,24x	1,72x	2,47x	3,22x	3,56x	4,05x	4,64x	5,16x	5,45x	6,45x		
Инвестированный капитал	80	94	114	142	179	218	262	309	357	403	452		
Чистое реинвестирование, %	-21%	-28%	-37%	-49%	-65%	-87%	-116%	109%	34%	24%	14%		41%
Реинвестирование к выручке, %	15,6%	12,5%	10,0%	8,0%	6,4%	5,1%	4,1%	3,3%	2,6%	2,1%	1,7%		
ROIC, %	-53%	-56%	-47%	-40%	-32%	-21%	-14%	14%	39%	48%	80%		7,4%
Маржа NOPLAT, %	-76%	-45%	-27%	-16%	-10%	-6%	-4%	3%	8%	9%	12%		
<b>Расчет WACC</b>			<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>	<b>2027</b>	<b>2028</b>	
Безрисковая ставка			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Бета послерыноговая			1,27	1,25	1,22	1,19	1,16	1,14	1,11	1,08	1,05	1,00	
Премия за риск инвестирования			5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	
Стоимость собственного капитала			8,9%	8,7%	8,6%	8,4%	8,3%	8,1%	8,0%	7,9%	7,7%	7,4%	
Ставка долга, до налогов			2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Ставка долга, после налогов			1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
СК/Стоимость компании			99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	
Долг/Стоимость компании			1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Средневзвешенная стоимость капитала			8,8%	8,7%	8,5%	8,4%	8,2%	8,1%	8,0%	7,8%	7,7%	7,4%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(-) Стоимость в прогнозируемом периоде			(103)										
(+) Стоимость в терминальном периоде			2 384										
(х) Коэффициент на дату оценки			1,04x										
(=) EV			2 375										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)			22										
(+) Наличность			440										
(+) Поступления от IPO			200										
(-) Стоимость выпущенных опционов			180										
(=) Оценка собственного капитала			2 813										
Рыночная капитализация			2 014										
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>			<b>23,4</b>										
Максимум диапазона на IPO, USD			17										
Потенциал роста, %			37%										
<b>Уровни оценки по P/S</b>			<b>2019</b>	<b>F20П</b>	<b>F21П</b>								
Оценка по модели FCFF			50,5x	24,1x	14,4x								
Оценка по верхней границе IPO			36,2x	17,3x	10,3x								

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

## Риски: инвестиции, одобрение и дефекты в продуктах

**Инвестиции в разработки.** Компания планирует сделать значительные инвестиции в свои исследования. В дальнейшем эти инвестиции могут не принести желаемого результата.

**Одобрения от FDA.** Если компания не получит одобрения от FDA, то выход нового продукта на рынок может отложиться на неопределенный срок.

**Дефекты в продуктах.** Ошибки или дефекты в продуктах могут нанести ущерб репутации компании, что снизит приемлемость на рынке продуктов APDT.

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.

---