

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

**Gracell Biotechnologies (GRCL)**

 Потенциал роста: **32%**

 Целевая цена: **\$23,7**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**
**РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

Китай | Фармацевтика

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)	<b>1,078</b>
Акции после IPO (млн шт)	<b>63,4</b>
Акции к размещению (млн шт)	<b>8,8</b>
Объем IPO, (млн USD)	<b>150</b>
Диапазон IPO (USD)	<b>16-18</b>
Дата IPO	<b>7 января</b>
Целевая цена (USD)	<b>23,7</b>

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

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

**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 распространенных 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 твердые 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
<b>Выручка</b>	0	0	0	Наличность	12	312	157
Себестоимость	0	0	0	Инвестиции	102	4	21
<b>Валовая прибыль</b>	0	0	0	Прочие активы	14	24	38
R&D	52	119	108	<b>Текущие активы</b>	<b>128</b>	<b>340</b>	<b>216</b>
G&A	10	27	21	ОС	16	48	112
<b>ЕБИТ</b>	<b>(63)</b>	<b>(147)</b>	<b>(129)</b>	Прочие активы	4	24	13
<b>ЕБИТДА</b>	<b>(60)</b>	<b>(141)</b>	<b>(117)</b>	<b>Долгосрочные активы</b>	<b>21</b>	<b>72</b>	<b>125</b>
Процентный доход	1	4	2	<b>Активы</b>	<b>149</b>	<b>412</b>	<b>341</b>
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)	<b>Текущие обязательства</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>32</b>
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>(61)</b>	<b>(143)</b>	<b>(127)</b>	Конвертируемые займы	139	139	0
Налог	0	0	0	Долг	0	0	45
<b>Чистая прибыль</b>	<b>(61)</b>	<b>(139)</b>	<b>(128)</b>	<b>Долгосрочные обязательства</b>	<b>139</b>	<b>139</b>	<b>45</b>
				Конвертируемые прив-ые акции	83	548	733
				<b>Капитал</b>	<b>(81)</b>	<b>(292)</b>	<b>(469)</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>149</b>	<b>412</b>	<b>341</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
Темпы роста выручки	-	-	-	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста ЕБИТДА	-	-	-	ИСТО, x	-	-	-
Темпы роста ЕБИТ	-	-	-	АИСТО, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Валовая маржа	-	-	-	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
ЕБИТДА маржа	-	-	-	WСТО, x	-	-	-
ЕБИТ маржа	-	-	-	FАТО, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-	-	-				
<b>Cash Flow, млн CNY</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
<b>СFO</b>	<b>(62)</b>	<b>(135)</b>	<b>(134)</b>	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	3	5	12	Текущая ликвидность, x	-	-	-
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
<b>СFI</b>	<b>(113)</b>	<b>41</b>	<b>(82)</b>	Долг/активы, %	-	-	-
				Долг/собственные средства, x	-	-	-
<b>СFF</b>	<b>139</b>	<b>395</b>	<b>63</b>	Долг/IC, %	-	-	-
				Собственные средства/активы, %	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>(37)</b>	<b>301</b>	<b>(153)</b>	Активы/собственный капитал, x	-	-	-
Наличность на начало года	48	12	312				
Наличность на конец года	12	312	157				
				<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>9M20</b>	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 АО «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
<b>ROIC в зрелом периоде, %</b>											<b>8,2%</b>
<b>Расчет WACC</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	
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 послерычаговая	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%
<b>Стоимость собственного капитала</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,2%</b>	
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%
<b>Ставка долга, после налогов</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	
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%
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,7%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,9%</b>	<b>7,9%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,2%</b>	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>											
(=) Стоимость в прогнозируемом периоде	130										
(+) Стоимость в зрелом периоде	8 654										
(x) Коэффициент на дату оценки	0,93x										
<b>(=) EV</b>	<b>8 183</b>										
(-) Долг (вкл. операционную аренду)	4										
(+) Наличность	26										
(+) Поступления от IPO	150										
(-) Стоимость выпущенных опционов	15										
<b>(=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (GC012F и GC027), млн USD</b>	<b>8 340</b>										
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD	1 141										
<b>Вероятность выживания (исходя из текущей фазы)</b>	<b>18,0%</b>										
Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD	1 501										
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>	<b>23,7</b>										
Максимум диапазона на IPO, USD	18,0										
Потенциал роста, %	32%										
<b>Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA</b>											
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 АО «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.

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.

---