РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Maravai LifeSciences (MRVI)

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Фармацевтика

Потенциал роста: **31%**
Целевая цена: **$35,4**
Диапазон размещения: **$24-$27**

оценка перед IPO

IPO MRVI: помощник в разработке и коммерциализации препаратов

Выручка, 9M2020 (млн USD)	**186**
EBIT, 9M2020 (млн USD)	**89**
Прибыль, 9M2020 (млн USD)	**64**
Чистый долг, 9M2020 (млн USD)	**224**
P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	**48**
Капитализация IPO (млрд USD)	**6,575**
Акций после IPO (млн шт)	**257,8**
Акций к размещению (млн шт)	**50**
Объем IPO (млн USD)	**1 275**
Минимальная цена IPO (USD)	**24**
Максимальная цена IPO (USD)	**27**
Целевая цена (USD)	**35,4**
Дата IPO	**19 ноября**
Динамика акций | биржа/тикер	**NASDAQ/MRVI**

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

19 ноября состоится IPO компании Maravai LifeSciences Holdings. Компания является поставщиком продуктов для разработки препаратов, начиная со стадии поиска до коммерциализации продукта. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, Jefferies и Goldman Sachs.

О компании. По состоянию на 30 сентября 2020 года в штате Maravai работала команда из более 390 сотрудников, примерно 17% сотрудников имеют ученые степени. По состоянию на 30 сентября у компании более 5 тысяч клиентов, включая 20 ведущих мировых биофармацевтических компаний. Продукты компании включают в себя различные кислоты для диагностического и терапевтического применения, для разработки препаратов. Основной акционер компании – GTCR. Это частная акционерная компания, специализирующаяся на выкупе и рекапитализации с использованием заемных средств, росте капитала и операциях свертывания. С 1980 года GTCR инвестировала больше $15 млрд в более чем 200 компаний.

Основные продукты компании. Продукты компании предназначены для ключевых этапов разработок и включают в себя сложные нуклеиновые кислоты для диагностического и терапевтического применения, тестирование безопасности биопрепаратов и маркировку белков. **Производство нуклеиновых кислот** – основное предложение компании, включающее в себя мРНК (информация о первичной структуре белков), олигонуклеотиды (короткий фрагмент ДНК или РНК), CleanCap и плазмидную ДНК. Компания продает данные продукты под брендами TriLink BioTechnologies и Glen Research. **Тестирование безопасности препаратов**: компания предоставляет продукты и услуги, обеспечивающие очистку разработок клиентов, под брендом Cygnus Technologies. Продукты Maravai для тестирования безопасности используются во время разработки, в процессе одобрения регулирующих органов и в процессе коммерциалазиции. **Маркировка белков**: продукты компании используются для обнаружения экспрессии белков в ткани (экспрессия белков может указывать на продолжающийся процесс заболевания), лектинов (используются для изучения гликозилирования – процесса присоединения углеводов к белкам). Компания продает данный продукт под брендом Vector Laboratories.

Апсайд в 31% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в $9,387 млрд при целевой цене в $35,4 на 1 простую акцию с потенциалом роста 31%.

Maravai LifeSciences Holdings: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	9M20
Выручка	**124**	**143**	**186**
Себестоимость	61	67	56
Валовая выручка	**63**	**76**	**129**
R&D	4	4	7
SG&A	41	48	53
Изменение сто-ти условного вознаграждения	1	0	0
Прибыль от продажи с обратной арендой	0	0	-19
EBIT	**16**	**24**	**89**
Процентные расходы	27	30	22
Долг	6	0	0
Прочие доходы	(0)	(0)	(0)
Доналоговая прибыль	**(16)**	**(6)**	**67**
Налог	0	(1)	3
Чистая прибыль	**(17)**	**(5)**	**64**

Рост и маржа (%)	2018	2019	9M20
Темпы роста выручки	–	16%	73%
Темпы роста EBITDA	–	–	–
Темпы роста EBIT	–	–	–
Темпы роста NOPLAT	–	–	–
Темпы роста инвестированного капитала	–	–	–
Валовая маржа	51%	53%	70%
EBITDA маржа	–	–	–
EBIT маржа	13%	17%	48%
NOPLAT маржа	–	–	–
Маржа чистой прибыли	-14%	-4%	35%

Cash Flow, млн USD	2018	2019	9M20
CFO	**(0)**	**24**	**73**
D&A	2	4	5
CFI	**(3)**	**(17)**	**15**
CapEx	(4)	(17)	(17)
CFF	**(9)**	**(4)**	**13**
Денежный поток	**(13)**	**3**	**100**
Наличность на начало года	35	22	25
Наличность на конец года	22	25	125

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	4	17	17
Рабочий капитал, USD	–	–	–
Реинвестиции, USD	–	–	–
BV, USD	–	–	–
Инвестированный капитал	–	–	–
EPS, USD на акцию	–	–	–

Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	9M20
Наличность	22	25	125
Дебиторская задолженность	16	18	73
Запасы	14	14	27
Прочие активы	2	4	9
Текущие активы	**54**	**61**	**234**
ОС	43	94	96
Гудвилл	224	224	224
НМА	218	198	183
Прочие активы	1	1	1
Активы	**540**	**578**	**738**
Кредиторская задолженность	4	7	8
Начисленные расходы	11	19	34
Отложенный доход	1	1	61
Прочие обязательства	0	0	0
Условное вознаграждение	2	0	0
Строительство	15	0	0
Долг	3	3	3
Обязательства по выкупу	0	0	9
Обратный выкуп	0	0	166
Текущие обязательства	**36**	**30**	**280**
Условное вознаграждение	2	0	0
Долг	336	335	349
Налог	16	15	13
Аренда	2	53	56
Прочие обязательства	1	1	3
Всего обязательства	**392**	**433**	**702**
Конвертируемые акции	**0**	**0**	**0**
Капитал	**148**	**145**	**36**
Обязательства и собственный капитал	**540**	**578**	**738**

Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	9M20
Маржа NOPLAT, %	–	–	–
ICTO, x	–	–	–
AICTO, x	–	–	–
ROIC, %	–	–	–
Себестоимость/выручка, %	–	–	–
Операционные издержки/выручка, %	–	–	–
WCTO, x	–	–	–
FATO, x	–	–	–

Ликвидность и структура капитала	2018	2019	9M20
EBIT/процентные платежи, x	–	–	–
Текущая ликвидность, x	1,50	2,05	0,83
Долг/общая капитализация, %	–	–	–
Долг/активы, %	62%	58%	47%
Долг/собственные средства, x	15,3	13,6	2,8
Долг/IC, %	–	–	–
Собственные средства/активы, %	4%	4%	17%
Активы/собственный капитал, x	3,6	4,0	20,5

Мультипликаторы	2018	2019	9M20
P/B, x	–	–	–
P/E, x	–	–	–
P/S, x	–	–	–
EV/EBITDA, x	–	–	–
EV/S, x	–	–	–

Maravai LifeSciences Holdings: ключевые факты

О компании Maravai LifeSciences Holdings. Компания является поставщиком продуктов для разработки препаратов, начиная со стадии поиска до коммерциализации продукта. По состоянию на 30 сентября 2020 года в штате Maravai работала команда из более 390 сотрудников, примерно 17% сотрудников имеют ученые степени.

По состоянию на 30 сентября у компании более 5 тысяч клиентов, включая 20 ведущих мировых биофармацевтических компаний. Продукты компании включают в себя различные кислоты для диагностического и терапевтического применения, для разработки препаратов.

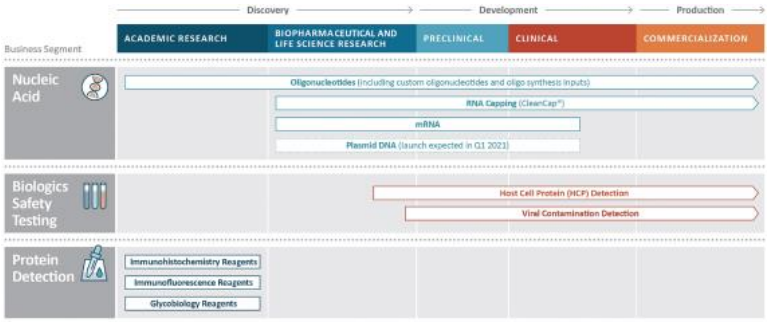
Основной акционер компании – GTCR. Это частная акционерная компания, специализирующаяся на выкупе и рекапитализации с использованием заемных средств, росте капитала и операциях свертывания. С 1980 года GTCR инвестировала более $15 млрд в более чем 200 компаний.

Иллюстрация 1. История приобретений компании

Источник: по данным компании

Основные продукты компании. Продукты компании предназначены для ключевых этапов разработок и включают в себя сложные нуклеиновые кислоты для диагностического и терапевтического применения, тестирование безопасности биопрепаратов и маркировку белков.

Иллюстрация 2. Продукты Maravai



Источник: по данным компании

Производство нуклеиновых кислот – основное предложение компании, включающее в себя мРНК (информация о первичной структуре белков), олигонуклеотиды (короткий фрагмент ДНК или РНК), CleanCap и плазмидную ДНК. Компания продает данные продукты под брендами TriLink BioTechnologies и Glen Research.

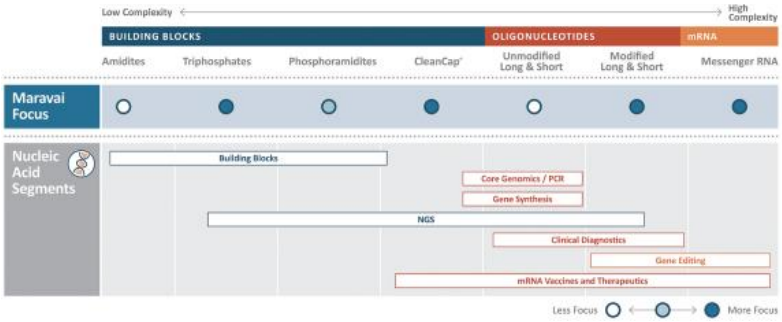
CleanCap – набор, специально разработанный для терапевтических препаратов и вакцин. Данный продукт представляет собой компонент мРНК, который помогает в производстве белка, а также делает мРНК более стабильной внутри клеток.

Компания создает продукты на основе мРНК для поддержки разработок от доклинической до клинической фазы.

Олигонуклеотиды используются для диагностики, секвенирования следующего поколения (группа методов определения нуклеотидной последовательности ДНК и РНК для получения формального описания её первичной структуры) и редактирования генов на основе CRISPR (основан на элементе защитной системы бактерий, который биологи приспособили для внесения изменений в ДНК растений, животных и даже людей).

Плазмидная ДНК: компания завершила строительство комплекса для производства плазмидной ДНК, начало производства ожидается в 1 квартале 2021 года. Плазмидная ДНК, в отличие от геномной, находится за пределами хромосомы и часто используется для репликации продуктов нуклеиновых кислот.

Иллюстрация 2. Продукты производства нуклеиновых кислот



Источник: по данным компании

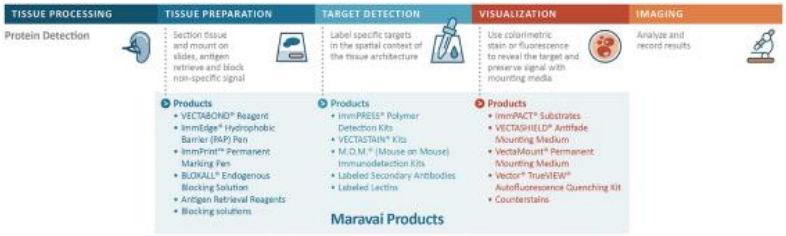
Тестирование безопасности препаратов: компания предоставляет продукты и услуги, обеспечивающие очистку разработок клиентов, под брендом Cygnus Technologies. Продукты Maravai для тестирования безопасности используются во время разработки, в процессе одобрения регулирующих органов и в процессе коммерциализации.

Иллюстрация 3. Категории продуктов для тестирования

Источник: по данным компании

Маркировка белков: продукты компании используются для обнаружения экспрессии белков в ткани (экспрессия белков может указывать на продолжающийся процесс заболевания), лектинов (используются для изучения гликозилирования – процесса присоединения углеводов к белкам). Компания продает данный продукт под брендом Vector Laboratories.

Иллюстрация 4. Категории продуктов для тестирования



Источник: по данным компании

Потенциальный рынок. Компания оценивает свой потенциальный рынок в $8,4 млрд в 2019 году. По прогнозу компании, среднегодовые темпы роста до 2023 года составят 20%.

Оценка Maravai LifeSciences Holdings: потенциал роста свыше 31% с текущих вводных данных

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по следующим сегментам выручки: производство нуклеиновых кислот, тестирование безопасности биопрепаратов и маркировка белков.

Производство нуклеиновых кислот: выручка в 2019 году выросла на 20,9% за счет увеличения спроса на продукты мРНК, CleanCap. За 9М 2020 года темпы роста ускорились до 134,3% за счет роста спроса на CleanCap, который используется при разработке вакцин. Мы ожидаем, что по итогам 2020 года темпы роста составят 125% с дальнейшим замедлением до 12% к 2029 прогнозному году. **Выручка компании вырастет с $73 млн в 2019 году до $163 млн в 2020 году и $2,866 млрд к 2029 прогнозному году.**

Выручка от тестирования безопасности биопрепаратов: в 2019 году темпы роста составили 15,4%, а за 9М 2020 года темпы роста ускорились до 24,2%. Драйвером роста выручки стало увеличение количество программ разработок. Мы ожидаем, что по итогам 2020 года темпы роста компании составят 23% с дальнейшим замедлением до 3% к 2029 прогнозному году. **Выручка компании вырастет с $44 млн в 2019 году до $55 млн к 2020 году и до $116 млн к 2029 прогнозному году.**

Выручка от маркировки белков: в 2019 году темпы роста составили 3,3%, и за 9М 2020 года наблюдается замедление до 15,9%. Мы ожидаем, что темпы роста восстановятся к 2022 году. **Выручка компании вырастет с $26 млн в 2019 году до $30 млн к 2029 прогнозному году.**

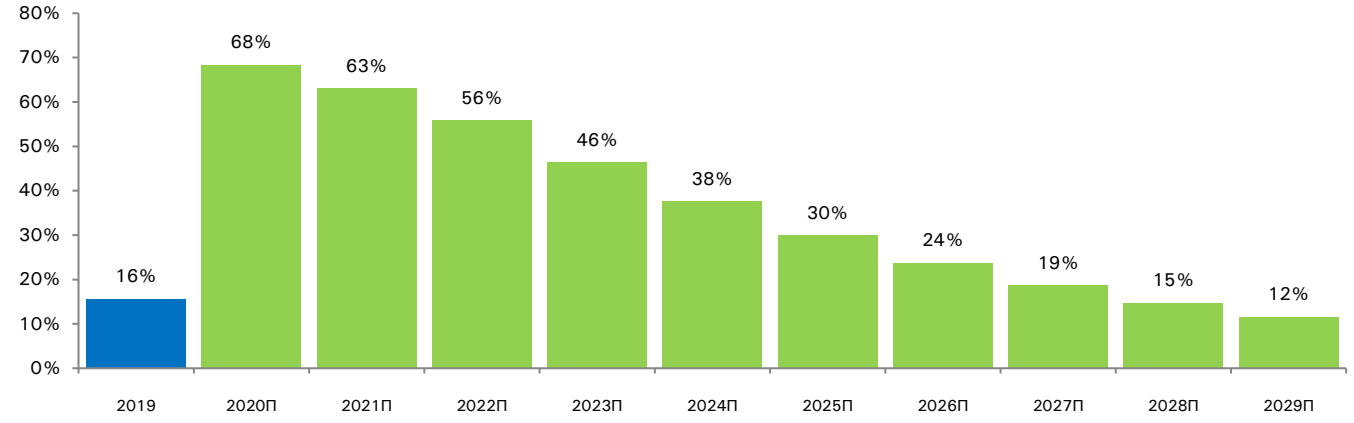
Темпы роста общей выручки компании ускорятся с 16% в 2019 году до 68% в 2020 прогнозном году с дальнейшим замедлением до 12% к 2029 прогнозному году. Выручка вырастет со $143 млн в 2019 году до $3,012 млрд к 2029 прогнозному году.

Иллюстрация 5. Maravai LifeSciences Holdings

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Производство нуклеиновых кислот, млн USD	60	73	163	306	515	790	1118	1480	1853	2218	2559	2866
Темпы роста, %		21%	125%	88%	68%	53%	42%	32%	25%	20%	15%	12%
Тестирование безопасности биопрепаратов, млн USD	38	44	55	65	74	83	91	98	103	108	113	116
Темпы роста, %		15%	23%	18%	15%	12%	9%	8%	6%	5%	4%	3%
Маркировка белков, млн USD	25	26	23	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Темпы роста, %		3%	-12%	-4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
Всего выручка, млн USD	124	143	241	393	613	897	1 233	1 603	1 984	2 355	2 701	3 012
Темпы роста, %		16%	68%	63%	56%	46%	38%	30%	24%	19%	15%	12%

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

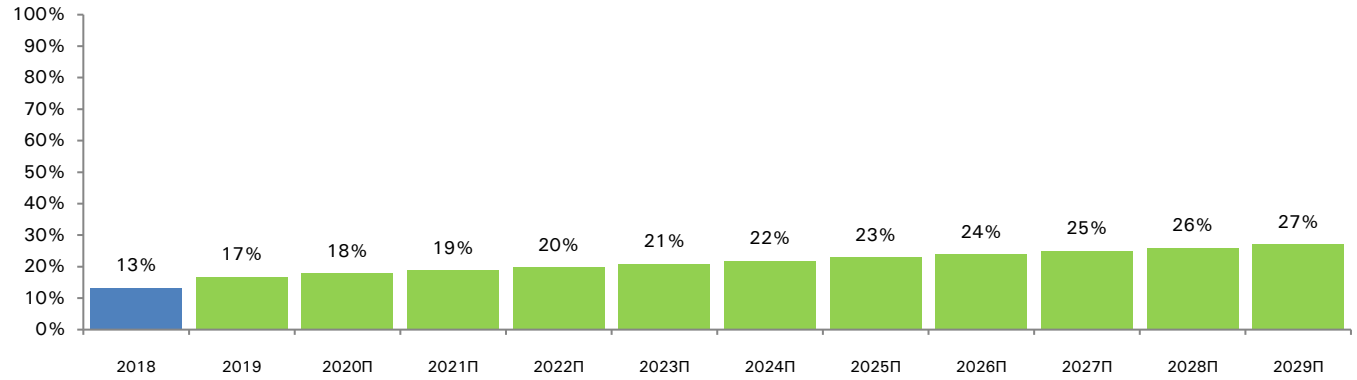
График 1. Прогноз темпов роста Maravai LifeSciences Holdings



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

2. Рост маржи до среднеотраслевых показателей в 27%. В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны 17%, а в 1ПГ 2020 года произошел рост до 48%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравняли к среднеотраслевым значениям в 27%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 10,3% до среднеотраслевых в 2,5%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят $694 млн.

График 2. 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 приравняли к затратам на капитал в 6,2%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 49% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного ($1,445 млрд) и зрелого ($6,507 млрд) периода, составит $8,347 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в $360 млн, наличность на счетах в $125 млн и поступления от IPO в $1,275 млрд, собственный капитал Maravai LifeSciences Holdings можно оценить в $9,387 млрд.

Учитывая 257,8 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна $35,4. Потенциал к верхней границе IPO в $27 составляет 31%.

Иллюстрация 4. Модель оценки Maravai LifeSciences Holdings методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темп роста выручки, %		*16%*	*68%*	*63%*	*56%*	*46%*	*38%*	*30%*	*24%*	*19%*	*15%*	*12%*	*3,0%*
(+) Выручка	**124**	**143**	**241**	**393**	**613**	**897**	**1 233**	**1 603**	**1 984**	**2 355**	**2 701**	**3 012**	**3 103**
(x) Операционная маржа	13%	17%	18%	19%	20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	27%
(=) EBIT	**16**	**24**	**43**	**74**	**121**	**187**	**270**	**367**	**475**	**588**	**702**	**813**	**838**
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(−) Налог на EBIT	0	5	9	15	24	37	54	73	95	118	140	163	168
(=) NOPLAT	**16**	**19**	**34**	**59**	**97**	**150**	**216**	**294**	**380**	**470**	**561**	**651**	**670**
(−) чистые реинвестиции	4	15	23	34	49	64	79	90	96	96	89	75	327
(=) FCFF	**13**	**4**	**11**	**25**	**49**	**85**	**137**	**204**	**284**	**375**	**473**	**575**	**343**
FCFF маржа, %		3,1%	4,7%	6,3%	7,9%	9,5%	11,1%	12,7%	14,3%	15,9%	17,5%	19,1%	
(x) фактор дисконтирования			0,95x	0,89x	0,85x	0,80x	0,75x	0,71x	0,67x	0,63x	0,60x	0,60x	
PV FCF			11	22	41	68	103	145	191	237	282	344	
Терминальная стоимость													10 896
PV Терминальной стоимости													**6 507**

Имплицированные переменные модели	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x	0,52x	0,80x	1,17x	1,60x	2,00x	2,34x	2,60x	2,79x	2,92x	3,01x	3,41x	
Инвестированный капитал	277	300	334	383	447	526	616	712	808	896	883	
Чистое реинвестирование, %	77%	67%	58%	50%	43%	37%	31%	25%	20%	16%	12%	49%
Реинвестирование к выручке, %	**10,3%**	**9,5%**	**8,7%**	**7,9%**	**7,2%**	**6,4%**	**5,6%**	**4,8%**	**4,1%**	**3,3%**	**2,5%**	
ROIC, %	7%	11%	18%	25%	33%	41%	48%	53%	58%	63%	74%	6,2%
Маржа NOPLAT, %	13%	14%	15%	16%	17%	18%	18%	19%	20%	21%	22%	

Расчет WACC	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Безрисковая ставка	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Бета послерычаговая	0,90	0,91	0,92	0,93	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98	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	**5,7%**	**5,7%**	**5,8%**	**5,8%**	**5,9%**	**6,0%**	**6,0%**	**6,1%**	**6,1%**	**6,2%**
Ставка долга, до налогов	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%	5,4%
Ставка долга, после налогов	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**	**4,3%**
СК/Стоимость компании	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%	96%
Долг/Стоимость компании	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
Средневзвешенная стоимость капитала	**5,6%**	**5,7%**	**5,7%**	**5,8%**	**5,8%**	**5,9%**	**5,9%**	**6,0%**	**6,0%**	**6,2%**
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x

Оценка капитала, млн USD	
(=) Стоимость в прогнозном периоде	1 445
(+) Стоимость в терминальном периоде	6 507
(x) Коэффициент на дату оценки	1,05x
(=) EV	**8 347**
(−) Долг (вкл. операционную аренду)	360
(+) Наличность	125
(+) Поступления от IPO	1 275
(−) Стоимость выпущенных опционов	0
(=) Оценка собственного капитала	**9 387**
Рыночная капитализация	6 962
Целевая цена на акцию, USD	**35,4**
Максимум диапазона на IPO, USD	27
Потенциал роста, %	31%

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

Риски: клиенты, новые продукты и регулирующие органы

Клиенты. Если компания не сможет удерживать своих крупных клиентов, то это может повлиять на ее дальнейший финансовый рост.

Новые продукты. Новые продукты компании могут быть не приняты клиентами и сообществом в целом, что может повлиять на финансовые показатели компании.

Контроль со стороны FDA и других регулирующих органов. Отрасль компании контролируется FDA и другими регулирующими органами, и в случае несоответствия с какими-либо нормативными требованиями FDA может потребовать прекратить распространение продукции.

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.