

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

Eargo (EAR)

 Потенциал роста: **36%**

 Целевая цена: **\$21,8**

 Диапазон размещения: **\$14-\$16**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Медицинские аппараты

оценка перед IPO

## IPO EAR: «невидимый» слуховой аппарат



Выручка, 6M2020 (млн USD)	29
EBIT, 6M2020 (млн USD)	-17
Прибыль, 6M2020 (млн USD)	-18
Чистый долг, 6M2020 (млн USD)	0

P/E, 2020 (x)	—
P/S, 2020 (x)	—
EV/S, 2020 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-61

Капитализация IPO (млн USD)	526,5
Акции после IPO (млн шт)	35,14
Акции к размещению (млн шт)	6,7
Объем IPO (млн USD)	100
Минимальная цена IPO (USD)	14
Максимальная цена IPO (USD)	16
Целевая цена (USD)	21,8
Дата IPO	15 октября

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

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



**15 октября состоится IPO Eargo. Компания является производителем медицинского оборудования для людей с потерей слуха. Андеррайтерами размещения выступают J.P.Morgan и BofA Securities.**

**О компании.** По состоянию на 30 июня 2020 года компания продала более 42 тысяч аппаратов. За свою историю компания привлекла \$206,6 млн. Среди акционеров компании числятся New Enterprise Associates (21,61%), Maveron Equity Partners V (5,02%), Future Fund Investment Company (12,84%), The Charles and Helen Schwab Living Trust (8,83%), Pivotal Alpha Limited (9,27%), Cooperatieve Gilde Healthcare (12,83%) и Longitude Venture Partners IV (12,83%).

**Продукт Eargo.** Компания запатентовала и разработала продукт, который из-за своей формы полностью помещается в слуховой канал и становится практически незаметным. Продукт компании может работать до 16 часов без подзарядки. Слуховые аппараты имеют 4 различные настройки, которые включают в себя такие функции, как повышение громкости, регулировка уровня шума и другие. В настоящее время компания предлагает 3 версии продукта - Eargo Max, Eargo Neo и Eargo Neo HiFi. Цена данных продуктов варьируется от \$1850 до \$2950.

**Потенциальный рынок.** По оценкам компании, рынок традиционных слуховых аппаратов в США в 2019 году составил более \$8 млрд. При этом только 27% из 43 млн людей с потерей слуха владели слуховыми аппаратами. По оценкам компании, целевой рынок составляет более \$30 млрд.

**Апсайд в 36% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$766 млн при целевой цене в \$21,8 на 1 простую акцию с потенциалом роста 36%.**

## Eargo: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2018	2019	6M20	Балансовый отчет, млн USD	2018	2019	6M20
<b>Выручка</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>29</b>	Наличность	51	13	8
Себестоимость	11	16	10	Наличность с ограничением	0	0	0
<b>Валовая выручка</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	Дебиторская задолженность	1	2	3
R&D	10	13	5	Запасы	2	3	3
S&M	26	36	22	Прочие активы	1	2	2
G&A	8	12	9	<b>Текущие активы</b>	<b>56</b>	<b>20</b>	<b>16</b>
<b>EBIT</b>	<b>-32</b>	<b>-44</b>	<b>-17</b>	Активы в аренду	0	0	2
Процентный доход	0	1	0	ОС	3	5	6
Процентный расход	-0	-1	-1	Прочие активы	0	2	1
Прочий доход/расход	-1	-0	0	<b>Активы</b>	<b>59</b>	<b>27</b>	<b>25</b>
Долг	-1	0	0	Кредиторская задолженность	5	5	5
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>-34</b>	<b>-44</b>	<b>-18</b>	Начисленные расходы	6	10	9
Налог	0	0	0	Долг	0	5	17
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-34</b>	<b>-44</b>	<b>-18</b>	Прочие обязательства	2	2	2
				Отложенный доход	0	0	1
				Аренда	0	0	1
				<b>Текущие обязательства</b>	<b>13</b>	<b>22</b>	<b>36</b>
				Аренда	0	0	1
				Отложенный доход	0	0	0
				Долг	7	7	6
				Варранты	0	0	0
				Производные обязательства	0	0	3
				Прочие обязательства	0	0	0
				<b>Всего обязательств</b>	<b>20</b>	<b>31</b>	<b>45</b>
				<b>Конвертируемые акции</b>	<b>152</b>	<b>153</b>	<b>153</b>
				<b>Капитал</b>	<b>-113</b>	<b>-156</b>	<b>-173</b>
				<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>59</b>	<b>27</b>	<b>25</b>
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
Темпы роста выручки	250%	42%	98%	Маржа NOPLAT, %	-	-	-
Темпы роста EBITDA	-	-	-	ICTO, x	-	-	-
Темпы роста EBIT	-	-	-	AICTO, x	-	-	-
Темпы роста NOPLAT	-	-	-	ROIC, %	-	-	-
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	-	Себестоимость/выручка, %	-	-	-
Валовая маржа	51%	52%	66%	Операционные издержки/выручка, %	-	-	-
EBITDA маржа	-	-	-	WCTO, x	-	-	-
EBIT маржа	-136%	-134%	-61%	FATO, x	-	-	-
NOPLAT маржа	-	-	-				
Маржа чистой прибыли	-146%	-136%	-64%				
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>	<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
<b>CFO</b>	<b>(27)</b>	<b>(39)</b>	<b>(16)</b>	EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
D&A	1	2	1	Текущая ликвидность, x	4,40	0,89	0,45
				Долг/общая капитализация, %	-	-	-
<b>CFI</b>	<b>(3)</b>	<b>(4)</b>	<b>(2)</b>	Долг/активы, %	12%	27%	24%
CapEx	(2)	(2)	(0)	Долг/собственные средства, x	0,14	0,56	0,70
				Долг/IC, %	-	-	-
<b>CFE</b>	<b>72</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	Собственные средства/активы, %	86%	49%	33%
				Активы/собственный капитал, x	-	-	-
<b>Денежный поток</b>	<b>42</b>	<b>(38)</b>	<b>(5)</b>				
Наличность на начало года	9	51	13	<b>Мультипликаторы</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>
Наличность на конец года	51	13	8	P/B, x	-	-	-
				P/E, x	-	-	-
				P/S, x	-	-	-
				EV/EBITDA, x	-	-	-
				EV/S, x	-	-	-
<b>Справочные данные</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>6M20</b>				
Акции в обращении, млн штук	-	-	-				
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	-				
Рыночная капитализация, USD	-	-	-				
EV, USD	-	-	-				
Капитальные инвестиции, USD	2	2	0				
Рабочий капитал, USD	-	-	-				
Реинвестиции, USD	-	-	-				
BV, USD	-	-	-				
Инвестированный капитал	-	-	-				
EPS, USD на акцию	-	-	-				

## Eargo: ключевые факты

**О компании Eargo.** Компания является производителем медицинского оборудования для людей с потерей слуха. По состоянию на 30 июня 2020 года компания продала более 42 тысяч аппаратов.

За свою историю компания привлекла \$206,6 млн. Среди акционеров компании числятся New Enterprise Associates (21,61%), Maveron Equity Partners V (5,02%), Future Fund Investment Company (12,84%), The Charles and Helen Schwab Living Trust (8,83%), Pivotal Alpha Limited (9,27%), Cooperatieve Gilde Healthcare (12,83%) и Longitude Venture Partners IV (12,83%).

**Продукт Eargo.** Компания запатентовала и разработала продукт, который из-за своей формы полностью помещается в слуховой канал и становится практически незаметным. Продукт компании может работать до 16 часов без подзарядки.

Слуховые аппараты имеют 4 различные настройки, которые включают в себя такие функции, как повышение громкости, регулировка уровня шума и другие.

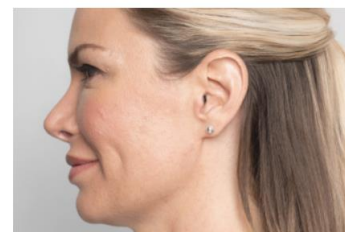
В настоящее время компания предлагает 3 версии продукта - Eargo Max, Eargo Neo и Eargo Neo HiFi. Цена данных продуктов варьируется от \$1850 до \$2950.

### Иллюстрация 1. Продукт Eargo

Слуховые аппараты Eargo Neo HiFi с зарядным футляром



Слуховой аппарат Eargo Neo HiFi в ухе



Крупным планом слуховой аппарат Eargo Neo HiFi



Источник: на основе данных компании

**Преимущества продукта компании.** Основные преимущества продукта Eargo по сравнению с традиционными слуховыми аппаратами:

- практически невидимый, то есть полностью помещается в слуховой канал;
- перезаряжаемый: слуховой аппарат работает до 16 часов без подзарядки, также не нужно заменять батарейки, присутствует чехол для подзарядки и само зарядное устройство;
- простой в использовании.

**Потенциальный рынок.** По оценкам компании, рынок традиционных слуховых аппаратов в США в 2019 году составил более \$8 млрд. При этом только 27% из 43 млн людей с потерей слуха владели слуховыми аппаратами.

По оценкам компании, целевой рынок составляет более \$30 млрд.

## Оценка Eargo: потенциал роста свыше 36% с учетом консервативного прогноза

**1. Прогноз выручки.** Для построения модели мы использовали данные компании по количеству проданных аппаратов и среднюю цену на аппарат.

В 2018 году выручка компании выросла на 250% за счет более точечных продаж продуктов. В 2019 году темпы роста составили 41,6% за счет выпуска новых продуктов, количество проданных товаров выросло на 17,6%, до 22,788 тысяч. В 1ПГ 2020 года наблюдается ускорение до 97,9% в основном за счет увеличения продаж Eargo Neo HiFi (поставки начались в январе 2020 года), расширения рекламной кампании и роста числа клиентов с медицинским страхованием. За 1ПГ 2020 года количество проданных товаров выросло на 55,8% г/г, до 16,070 тысяч.

Мы ожидаем, что в 2020 ПГ темпы роста ускорятся до 59% за счет выпуска новых продуктов, расширения рекламной кампании. Также в июле 2020 года компания завершила раунд финансирования на \$71 млн для расширения коммерциализации в период повышенного потребительского спроса на свои слуховые аппараты.

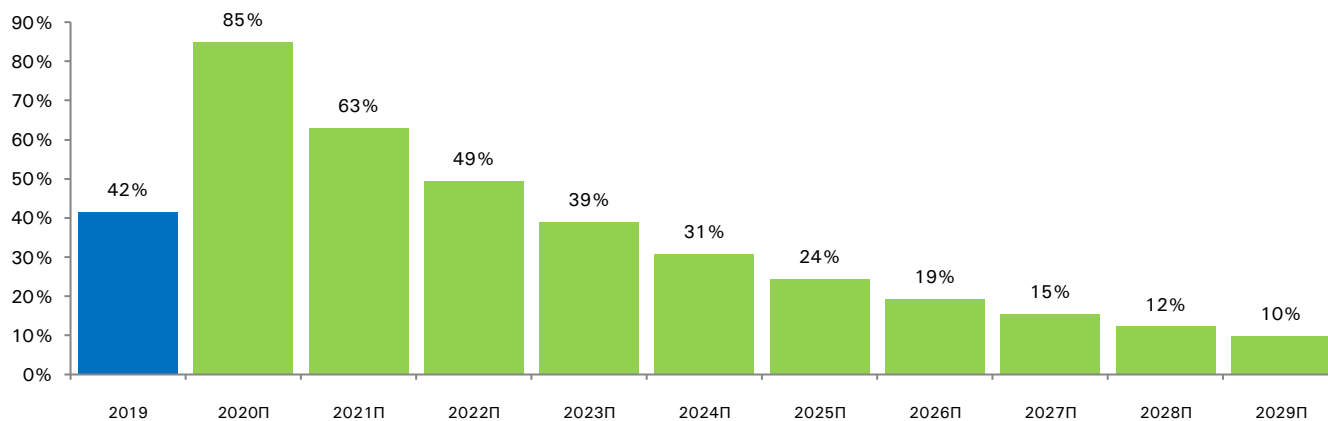
**С учетом всех вводных данных мы заложили ускорение темпов роста с 42% в 2019 году до 85% в 2020 прогнозному году с дальнейшим замедлением до 10% к 2029 прогнозному году, общая выручка компании вырастет с \$33 млн в 2019 году до \$568 млн к 2029 прогнозному году.**

Иллюстрация 2. Модель выручки Eargo

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Количество проданных аппаратов, тыс	19	23	36	52	71	91	111	132	151	168	184	197
Темпы роста, %		18%	59%	44%	35%	28%	23%	18%	14%	12%	9%	7%
Средняя цена на 1 аппарат, тыс USD	1,20	1,44	1,67	1,89	2,09	2,26	2,41	2,54	2,65	2,74	2,81	2,88
Темпы роста, %		20%	16%	13%	10%	8%	7%	5%	4%	3%	3%	2%
Всего выручка, млн USD	23	33	61	99	148	205	269	334	399	461	517	568
Темпы роста, %		42%	85%	63%	49%	39%	31%	24%	19%	15%	12%	10%

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

График 1. Прогноз темпов роста Eargo

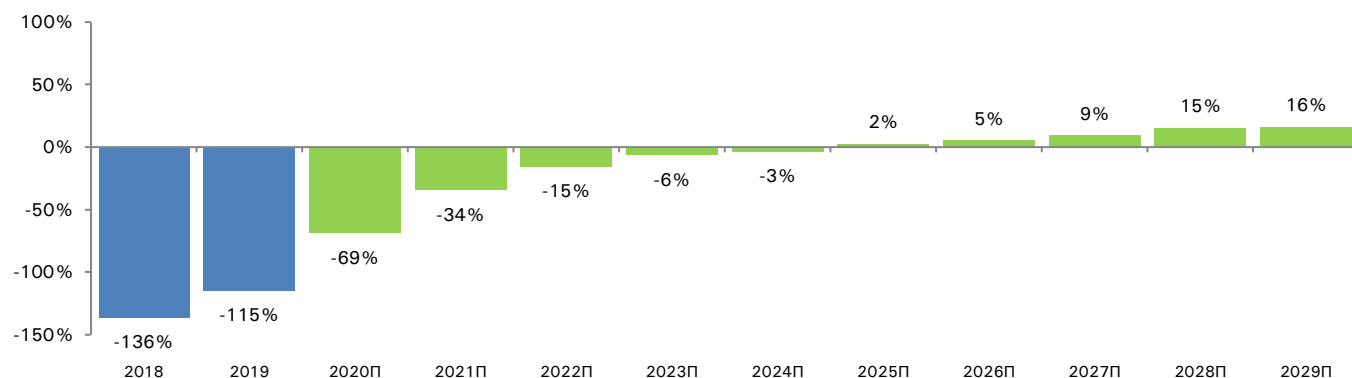


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

## 2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 16%.

В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны -134%, после корректировок маржа составила -114,6%. В 1ПГ 2020 года маржа выросла до -61%. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнивали к среднеотраслевым значениям в 16%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 5% до среднеотраслевых в 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$110 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 приравнивали к затратам на капитал в 6%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 50% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$58 млн) и зрелого (\$710 млн) периода, составит \$687 млн. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$7 млн, наличность на счетах в \$8 млн, поступления от IPO в \$100 млн и стоимость опционов в \$22 млн, собственный капитал Eargo можно оценить в \$766 млн.

Учитывая 35,14 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$21,8. Потенциал к верхней границе IPO в \$16 составляет 36%.

## Иллюстрация 3. Модель оценки Eargo методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %		42%	85%	63%	49%	39%	31%	24%	19%	15%	12%	10%	3,0%
<b>(+) Выручка</b>	<b>23</b>	<b>33</b>	<b>61</b>	<b>99</b>	<b>148</b>	<b>205</b>	<b>269</b>	<b>334</b>	<b>399</b>	<b>461</b>	<b>517</b>	<b>568</b>	<b>585</b>
(x) Операционная маржа	-136%	-115%	-69%	-34%	-15%	-6%	-3%	2%	5%	9%	15%	16%	16%
<b>(=) EBIT</b>	<b>-32</b>	<b>-38</b>	<b>-42</b>	<b>-34</b>	<b>-23</b>	<b>-13</b>	<b>-9</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>41</b>	<b>77</b>	<b>91</b>	<b>94</b>
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	0	15	18	19
<b>(=) NOPLAT</b>	<b>-32</b>	<b>-38</b>	<b>-42</b>	<b>-34</b>	<b>-23</b>	<b>-13</b>	<b>-9</b>	<b>7</b>	<b>20</b>	<b>41</b>	<b>62</b>	<b>73</b>	<b>75</b>
(-) чистые реинвестиции	1	2	3	5	7	9	11	13	14	16	17	17	37
<b>(=) FCFF</b>	<b>(33)</b>	<b>(39)</b>	<b>(45)</b>	<b>(39)</b>	<b>(29)</b>	<b>(21)</b>	<b>(20)</b>	<b>(6)</b>	<b>6</b>	<b>26</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>37</b>
FCFF маржа, %			-73,6%	-39,0%	-19,9%	-10,4%	-7,4%	-1,8%	1,4%	5,6%	8,7%	9,8%	
(x) фактор дисконтирования			0,94x	0,88x	0,82x	0,77x	0,72x	0,68x	0,64x	0,60x	0,57x	0,57x	
<b>PV FCF</b>			(42)	(34)	(24)	(17)	(14)	(4)	4	16	26	32	
Терминальная стоимость													1 246
<b>PV Терминальной стоимости</b>													<b>710</b>
<b>Имплицированные переменные модели</b>		<b>2019</b>	<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>	
Выручка/капитал, x		2,27x	3,49x	4,50x	5,18x	5,52x	5,60x	5,50x	5,31x	5,07x	4,81x	5,26x	
Инвестированный капитал		14	17	22	29	37	48	61	75	91	107	108	
Чистое реинвестирование, %		-4%	-7%	-13%	-29%	-68%	-118%	191%	72%	38%	27%	23%	50%
<b>Реинвестирование к выручке, %</b>		<b>5,0%</b>	<b>4,8%</b>	<b>4,6%</b>	<b>4,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>4,0%</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,6%</b>	<b>3,4%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,0%</b>	
ROIC, %		-260%	-240%	-155%	-80%	-34%	-19%	11%	27%	46%	57%	67%	6,0%
Маржа NOPLAT, %		-115%	-69%	-34%	-15%	-6%	-3%	2%	5%	9%	12%	13%	
<b>Расчет WACC</b>		<b>2020П</b>	<b>2021П</b>	<b>2022П</b>	<b>2023П</b>	<b>2024П</b>	<b>2025П</b>	<b>2026П</b>	<b>2027П</b>	<b>2028П</b>	<b>2029П</b>		
Безрисковая ставка		0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	
Бета послерыноговая		1,18	1,16	1,14	1,12	1,11	1,09	1,07	1,05	1,04	1,04	1,00	
Премия за риск инвестирования		5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	
<b>Стоимость собственного капитала</b>		<b>7,0%</b>	<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,0%</b>		
Ставка долга, до налогов		3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%	
<b>Ставка долга, после налогов</b>		<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	<b>3,0%</b>	
СК/Стоимость компании		99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	
Долг/Стоимость компании		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>		<b>6,9%</b>	<b>6,8%</b>	<b>6,7%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,0%</b>		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	0,6x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(-) Стоимость в прогнозном периоде													(58)
(+) Стоимость в терминальном периоде													710
(x) Коэффициент на дату оценки													1,05x
<b>(=) EV</b>													<b>687</b>
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													7
(+) Наличность													8
(+) Поступления от IPO													100
(-) Стоимость выпущенных опционов													22
<b>(=) Оценка собственного капитала</b>													<b>766</b>
Рыночная капитализация													562
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>													<b>21,8</b>
Максимум диапазона на IPO, USD													16
Потенциал роста, %													36%

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

## Риски: производитель, конкуренция, сотрудники

---

**Производитель.** В настоящее время компания полагается на одного производителя в сборке слуховых аппаратов, и если будут производственные проблемы или задержки, это может привести к ограничению выручки, так как компания не имеет альтернативного производителя, .

**Конкуренция.** Компания сталкивается с серьезной конкуренцией на рынке в лице традиционных производителей - GN Store Nord, Sonova, Starkey, William Demant и WS Audiology

**Ключевые сотрудники.** Если компания не сможет привлекать или удерживать ключевых сотрудников, это может повлиять на эффективное развитие компании, что может привести к снижению выручки и росту расходов.



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.

---