

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

Zymergen (ZY)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$40,4**

 Диапазон размещения: **\$28–31**

## РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Биологические исследования

Оценка перед IPO

## IPO ZY: биофактурирование в партнерстве с природой



Выручка, 2020 (млн USD)	13
EBIT, 2020 (млн USD)	-241
Прибыль, 2020 (млн USD)	-262
Чистый долг, 2020 (млн USD)	0

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	-1815

Капитализация IPO (млрд USD)	2,8
Акции после IPO (млн шт.)	95,41
Акции к размещению (млн шт.)	13,6
Объем IPO (млн USD)	401
Минимальная цена IPO (USD)	28
Максимальная цена IPO (USD)	31
Целевая цена (USD)	40,4
Дата IPO	21 апреля

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

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

**21 апреля состоится IPO компании Zymergen.** Компания была основана в 2013 году и специализируется на разработке технологии биопроизводства материалов и химикатов. Андеррайтерами размещения выступают J.P. Morgan, Goldman Sachs, BofA Securities, Cowen, UBS Investment Bank и Lazard.

**О компании.** Компания называет свой процесс «биофактурой» и разрабатывает продукты на биологической основе для широкого круга отраслей. Компания утверждает, что «биофактура» позволяет создавать более качественные продукты, дешевле, быстрее и устойчивее, чем традиционная химия. Компания также участвовала в разработке и производстве биопрепаратов. Zymergen еще не сделал каких-либо серьезных публичных шагов в области биофармацевтики, но на своем веб-сайте заявляет, что активно использует свои генетические библиотеки, высокопроизводительные системы и другие технологии для разработки лекарств от онкологии и инфекционных заболеваний. Идея состоит в том, чтобы сократить время, необходимое для включения кандидата в клинические испытания, и упростить производство этих кандидатов, если они окажутся эффективными. Всего компания привлекла \$874,1 млн. Среди акционеров компании числятся Data Collective II, SVF Excalibur, True Ventures IV и Gamnat Pte.

**Технология и платформа DoubleVerify Holdings.** В настоящее время компания имеет разработки, которые нацелены на три основных рынках – электроника, сельское хозяйство и забота о потребителе. **Электроника** – портфель электроники включает четыре продукта. Hyaline – данный продукт был запущен в декабре 2020 года, начав 6–18-месячный процесс аттестации продуктов с клиентами. ZYM0107 и ZYM0101 также являются высокоэффективными оптическими пленками, запуск которых ожидается в 2022 и 2023 годах. **Забота о потребителе** – данный портфель включает четыре продукта. Самый продвинутый продукт – ZYM0201, репеллент от насекомых естественного происхождения, запуск которого намечен на 2023 год. Кроме того, у компании есть программы на более ранних этапах разработки естественного средства защиты от ультрафиолета (ZYM0205), экологически чистого пленкообразователя на биологической основе (ZYM0206). **Сельское хозяйство** – компания разработала продукцию, которая направлена на улучшение усвоения питательных веществ растениями (кукуруза, пшеница), также компания изучает различные возможности защиты растений в таких областях, как пестициды и гербициды.

**Апсайд в 30% от верхней границы размещения.** С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$3,934 млрд при целевой цене \$40,4 на одну простую акцию с потенциалом роста 30%.

## Zymergen: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020
<b>Выручка</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	Наличность	144	210
Себестоимость	103	85	Дебиторская задолженность	2	3
R&D	51	91	Дебиторская задолженность по невыставлен-м счетам	1	2
S&M	24	19	Предоплаченные расходы	5	7
G&A	61	60	Запасы	2	5
Аренда	14	0	Наличность с ограничением	10	0
<b>EBIT</b>	<b>-237</b>	<b>-241</b>	Прочие активы	2	2
Процентный доход	5	0	<b>Текущие активы</b>	<b>166</b>	<b>229</b>
Процентный расход	-3	-11	Наличность с ограничением	9	10
Варранты	0	-10	ОС	45	49
Долг	-2	0	Гудвилл	4	12
<b>Доналоговая прибыль</b>	<b>-237</b>	<b>-262</b>	Отложенный налог	3	5
Налог	0	-0	Расходы на размещение	0	1
<b>Чистая прибыль</b>	<b>-237</b>	<b>-262</b>	Депозиты	1	1
			<b>Активы</b>	<b>228</b>	<b>305</b>
			Кредиторская задолженность	14	12
			Начисленные расходы	17	27
			Долг	78	79
			Аренда	1	0
			Отложенный доход	2	3
			<b>Текущие обязательства</b>	<b>112</b>	<b>121</b>
			Аренда	4	10
			Варранты	4	14
			Прочие обязательства	0	2
			<b>Всего обязательств</b>	<b>120</b>	<b>148</b>
			<b>Конвертируемые акции</b>	<b>608</b>	<b>901</b>
			<b>Капитал</b>	<b>(500)</b>	<b>(744)</b>
			<b>Обязательства и собственный капитал</b>	<b>228</b>	<b>305</b>
			<b>Поэлементный анализ ROIC</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
			Маржа NOPLAT, %	-	-
			ICTO, x	-	-
			AICTO, x	-	-
			ROIC, %	-	-
			Себестоимость/выручка, %	-	-
			Операционные издержки/выручка, %	-	-
			WCTO, x	-	-
			FATO, x	-	-
			<b>Ликвидность и структура капитала</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
			EBIT/процентные платежи, x	-	-
			Текущая ликвидность, x	1,49	1,88
			Долг/общая капитализация, %	-	-
			Долг/активы, %	-	-
			Долг/собственные средства, x	-	-
			Долг/IC, %	-	-
			Собственные средства/активы, %	63	69
			Активы/собственный капитал, x	-	-
			<b>Мультипликаторы</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
			P/B, x	-	-
			P/E, x	-	-
			P/S, x	-	-
			EV/EBITDA, x	-	-
			EV/S, x	-	-
<b>Рост и маржа (%)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>			
Темпы роста выручки	-	-14			
Темпы роста EBITDA	-	-			
Темпы роста EBIT	-	-			
Темпы роста NOPLAT	-	-			
Темпы роста инвестированного капитала	-	-			
Валовая маржа	-	-			
EBITDA-маржа	-	-			
EBIT-маржа	-1538	-1815			
NOPLAT-маржа	-	-			
Маржа чистой прибыли	-1536	-1974			
<b>Cash Flow, млн USD</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>			
<b>CFO</b>	<b>(196)</b>	<b>(223)</b>			
D&A	15	19			
<b>CFI</b>	<b>(23)</b>	<b>(17)</b>			
CapEx	(23)	(17)			
<b>CFF</b>	<b>38</b>	<b>297</b>			
<b>Денежный поток</b>	<b>(181)</b>	<b>57</b>			
Наличность на начало года	344	163			
Наличность на конец года	163	220			
<b>Справочные данные</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>			
Акции в обращении, млн шт.	-	-			
Балансовая стоимость акции, USD	-	-			
Рыночная стоимость акции, USD	-	-			
Рыночная капитализация, USD	-	-			
EV, USD	-	-			
Капитальные инвестиции, USD	23	17			
Рабочий капитал, USD	-	-			
Реинвестиции, USD	-	-			
BV, USD	-	-			
Инвестированный капитал	-	-			
EPS, USD на акцию	-	-			

## Zymergen: ключевые факты

---

**О компании.** Компания Zymergen была основана в 2013 году и специализируется на разработке технологии биопроизводства материалов и химикатов.

Компания называет свой процесс «биофактурой» и разрабатывает продукты на биологической основе для широкого круга отраслей. Компания утверждает, что «биофактура» позволяет создавать более качественные продукты, дешевле, быстрее и устойчивее, чем традиционная химия.

Компания также участвовала в разработке и производстве биопрепаратов. Zymergen еще не сделал каких-либо серьезных публичных шагов в области биофармацевтики, но на своем веб-сайте заявляет, что активно использует свои генетические библиотеки, высокопроизводительные системы и другие технологии для разработки лекарств от онкологии и инфекционных заболеваний. Идея состоит в том, чтобы сократить время, необходимое для включения кандидата в клинические испытания, и упростить производство этих кандидатов, если они окажутся эффективными.

Всего компания привлекла \$874,1 млн. Среди акционеров компании числятся Data Collective II, SVF Excalibur, True Ventures IV и Gamnat Pte.

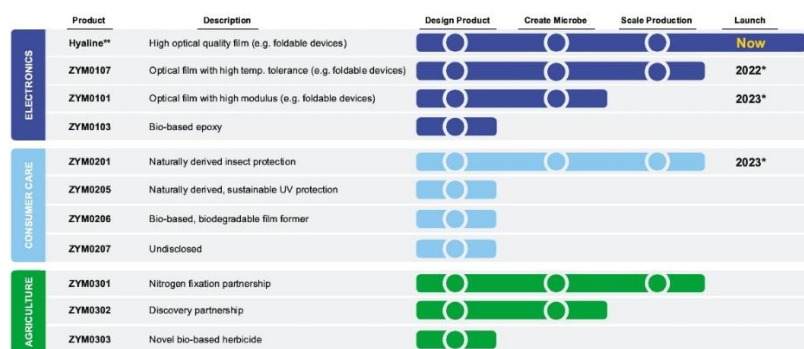
**Разработки Zymergen.** В настоящее время компания имеет разработки, которые нацелены на три основных рынках – электроника, сельское хозяйство и забота о потребителе.

**Электроника** – портфель электроники включает четыре продукта. Nyalíne – данный продукт был запущен в декабре 2020 года, начав 6–18-месячный процесс аттестации продуктов с клиентами. Nyalíne представляет собой оптическую пленку, используемую для сенсорных датчиков дисплея, которая может позволить производителям создавать более прочные «складные сенсорные экраны и гибкие печатные схемы высокой плотности». ZYM0107 и ZYM0101 также являются высокоэффективными оптическими пленками, запуск которых ожидается в 2022 и 2023 годах. Ожидается, что ZYM0103 предоставит первый клейкий продукт.

**Забота о потребителе** – данный портфель включает четыре продукта. Самый продвинутый продукт – ZYM0201, репеллент от насекомых естественного происхождения, запуск которого намечен на 2023 год. Кроме того, у компании есть программы на более ранних этапах разработки естественного средства защиты от ультрафиолета (ZYM0205), экологически чистого пленкообразователя на биологической основе (ZYM0206).

**Сельское хозяйство** – компания разработала продукцию, которая направлена на улучшение усвоения питательных веществ растениями (кукуруза, пшеница), также компания изучает различные возможности защиты растений в таких областях, как пестициды и гербициды.

### Иллюстрация 1. Разработки компании



Источник: по данным компании

Zymergen планирует начать разработки в других областях, таких как пищевые белки, расходные материалы для здравоохранения, кормление животных, добыча или восстановление природных ресурсов, упаковка и другие сферы. Например, компания изучает, как можно улучшить качество и эффективность питания людей и животных с помощью микробной ферментации, которая может увеличить доступность важнейших питательных веществ при меньших затратах.

**Потенциальный рынок и конкуренция.** Компания оценивает свой потенциальный рынок не менее чем в \$1,2 трлн в 20 отраслях.

Отрасль электроники, бытовой техники и сельского хозяйства оценивается в \$150 млрд. По оценкам компании, рынок дисплеев для Hyaline оценивается в \$1 млрд в 2020 году, также, по данным Transparency Market Research, мировой рынок репеллентов от насекомых составляет более \$1,5 млрд в спреях и других традиционных форматах.

## Оценка Zymergen: новые продукты с огромным рынком проецируют потенциал свыше 30%

---

**1. Прогноз выручки.** Для построения модели мы использовали данные по потенциальному рынку и доле рынка компании, также выручки от коллаборации и выручки от оказания услуг в области НИОКР.

**Выручка от продуктов и потенциальная доля рынка компании.**

Nyaline – данный продукт был запущен в декабре 2020 года, начав 6–18-месячный процесс аттестации продуктов с клиентами. Мы ожидаем, что его полномасштабный запуск может быть после 1ПГ 2022 года и выручка от него может составить \$31,8 млн с учетом адресного рынка в \$1 млрд в 2020 году. К 2023 году планируется запуск ZYM0107 и ZYM0101, которые также являются высокоэффективными оптическими пленками, что может увеличить долю рынка до 0,05%. Сельскохозяйственные продукты могут быть запущены для продажи к 2025 году, что также может позволить нарастить долю до 0,21%. Что касается продуктов заботы о потребителе, то запуск продаж ожидается к 2024 году. Таким образом, доля компании вырастет с 0,02% в 2022-м прогнозном году с ростом до 1,5% к 2030-му прогнозному году. Выручка компании вырастет с \$31,8 млн в 2022 году до \$3,021 млрд к 2030 году. Основной драйвер роста – это создание более качественных продуктов посредством более дешевых, быстрых и устойчивых технологий, чем традиционная химия. Также снижение выбросов в атмосферу при производстве данных продуктов.

**Выручка от оказания услуг в области НИОКР.** Компания получает доход за счет оказания услуг в области НИОКР, для помощи клиентам компании и улучшения биопродуктов. Мы ожидаем, что выручка вырастет с \$9,8 млн в 2020 году до \$16 млн к 2030-му прогнозному году.

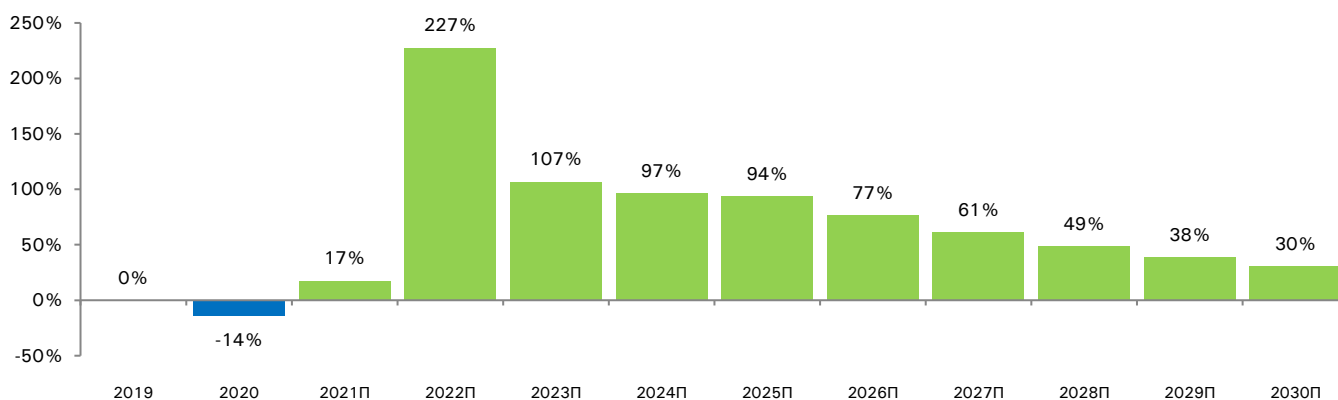
**Выручка от коллаборации.** Мы ожидаем, что выручка от коллаборации продолжит расти, так как компания планирует разработки в новых областях, что может привести к новым партнерствам и увеличению выручки. Таким образом, мы прогнозируем рост выручки с \$3,5 млн в 2020 году до \$29,6 млн к 2030 году.

**Темпы роста общей выручки компании ускорятся с -8% в 2020 году до 17% в 2021-м прогнозном году с дальнейшим ускорением до 227% к 2022 году. К 2030 году темпы роста выручки прогнозируются на уровне 30%. Выручка вырастет с \$13 млн в 2020 году до \$3,067 млрд к 2030-му прогнозному году.**

**Иллюстрация 2. Прогноз выручки Zymergen**

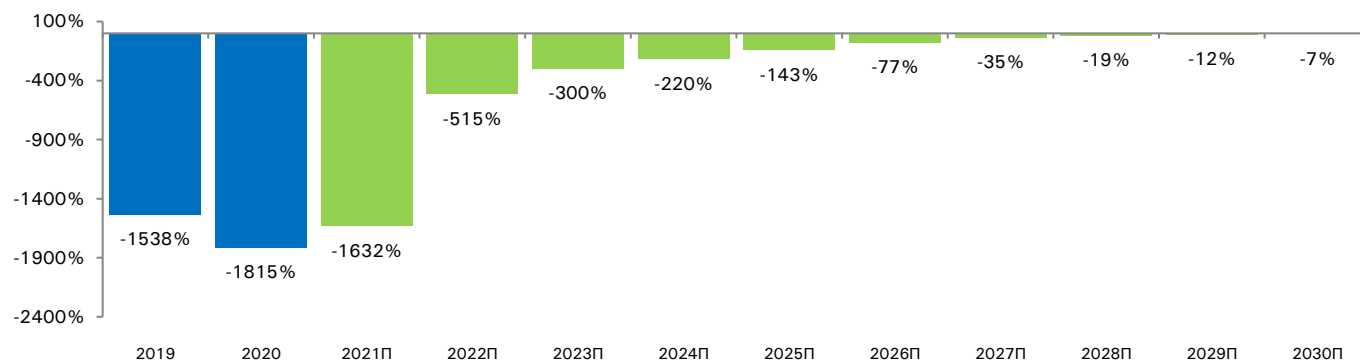
Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Потенциальный рынок компании, млрд USD		150,0	154,5	159,1	163,9	168,8	173,9	179,1	184,5	190,0	195,7	201,6
Темпы роста, %			3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Доля рынка Zymergen, млн USD	0%	0%	0%	0,02%	0,05%	0,11%	0,21%	0,38%	0,60%	0,87%	1,18%	1,50%
Темпы роста, %		0%	0%	0%	150%	113%	100%	77%	59%	46%	35%	27%
Выручка компании от продажи продуктов, млн USD	0,0	0,0	0,0	31,8	82,0	179,4	369,5	673,7	1105,3	1658,2	2308,3	3021,1
Темпы роста, %		0%	0%	0%	158%	119%	106%	82%	64%	50%	39%	31%
Выручка от оказания услуг в области НИОКР, млн USD	12,2	9,8	9,3	9,4	9,9	10,6	11,4	12,4	13,7	14,8	15,5	16,0
Темпы роста, %		-20%	-5%	1%	5%	7%	8%	9%	10%	8%	5%	3%
Выручка от коллаборации, млн USD	2,2	3,5	6,3	9,8	13,7	17,4	20,7	23,5	25,8	27,4	28,7	29,6
Темпы роста, %		60%	80%	56%	39%	27%	19%	13%	9%	7%	5%	3%
Всего выручка, млн USD	14	13	16	51	105	207	402	710	1 145	1 700	2 353	3 067
Темпы роста, %		-8%	17%	227%	107%	97%	94%	77%	61%	49%	38%	30%

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

**График 1. Прогноз темпов роста Zymergen**


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

**2. Прогноз маржи.** В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны -1815%. Мы заложили снижение маржи с -1815% в 2020 году до -7% к 2030 году. В зрелом периоде мы заложили маржу на уровне 26%. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 249,7% до среднеотраслевых 5%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$1,383 млрд.

**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 5,3%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 56% от NOPLAT.

**4. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (-\$3,9 млрд) и зрелого (\$7,573 млрд) периодов, составит \$3,741 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$280 млн, наличность на счетах в \$210 млн, поступления от IPO в \$347 млн и стоимость опционов в \$117 млн, собственный капитал Zumergen можно оценить в \$3,934 млрд.

Учитывая 95,41 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$40,4. Потенциал к верхней границе IPO в \$31 составляет 30%.

## Иллюстрация 3. Модель оценки Zymergen методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %	0%	-14%	17%	227%	107%	97%	94%	77%	61%	49%	38%	30%	3,0%
(+) Выручка	15	13	16	51	105	207	402	710	1 145	1 700	2 353	3 067	3 159
(x) Операционная маржа	-1538%	-1815%	-1632%	-515%	-300%	-220%	-143%	-77%	-35%	-19%	-12%	-7%	26%
(=) EBIT	-237	-241	-254	-263	-316	-456	-574	-546	-401	-323	-282	-215	828
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	0	0	166
(=) NOPLAT	-237	-241	-254	-263	-316	-456	-574	-546	-401	-323	-282	-215	662
(-) чистые реинвестиции	69	33	35	102	105	156	181	185	172	153	141	153	372
(=) FCFF	(306)	(274)	(290)	(365)	(422)	(612)	(755)	(731)	(572)	(476)	(423)	(368)	291
FCFF-маржа, %	-2065%	-1857%	-716%	-400%	-295%	-188%	-103%	-50%	-28%	-18,0%	-12,0%		
(x) фактор дисконтирования		0,94x	0,94x	0,89x	0,84x	0,80x	0,76x	0,72x	0,68x	0,64x	0,61x		
PV FCFF			(273)	(345)	(377)	(517)	(604)	(553)	(410)	(323)	(273)	(225)	
Терминальная стоимость													12 383
PV Терминальной стоимости													7 573
<b>Имплицированные переменные модели</b>		2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Выручка/капитал, x		0,03x	0,03x	0,09x	0,16x	0,25x	0,40x	0,60x	0,84x	1,13x	1,42x	1,84x	
Инвестированный капитал		422	457	559	665	820	1 001	1 186	1 357	1 510	1 652	1 664	
Чистое реинвестирование, %		-14%	-14%	-39%	-33%	-34%	-31%	-34%	-43%	-47%	-50%	-71%	56%
Реинвестирование к выручке, %		249,7%	225,3%	200,8%	100,0%	75,0%	45,0%	26,0%	15,0%	9,0%	6,0%	5,0%	
ROIC, %		-57%	-56%	-47%	-48%	-56%	-57%	-46%	-30%	-21%	-17%	-13%	5,3%
Маржа NOPLAT, %		-1815%	-1632%	-515%	-300%	-220%	-143%	-77%	-35%	-19%	-12%	-7%	
<b>Расчет WACC</b>			2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	
Безрисковая ставка			1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Бета послерыночная			1,14	1,13	1,11	1,10	1,09	1,07	1,06	1,04	1,03	1,00	
Премия за риск инвестирования			4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
Стоимость собственного капитала			6,3%	6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	
Ставка долга, до налогов			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			93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	93%	
Долг/Стоимость компании			7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	
Средневзвешенная стоимость капитала			5,9%	5,8%	5,8%	5,7%	5,7%	5,6%	5,6%	5,5%	5,5%	5,3%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>													
(=) Стоимость в прогнозном периоде													(3 900)
(+) Стоимость в терминальном периоде													7 573
(x) Коэффициент на дату оценки													1,02x
(=) EV													3 741
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													280
(+) Наличность													210
(+) Поступления от IPO													401
(-) Стоимость выпущенных опционов													139
(=) Оценка собственного капитала													3 934
Рыночная капитализация													2 958
Целевая цена на акцию, USD													40,4
Максимум диапазона на IPO, USD													31
Потенциал роста, %													30%

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



## Риски: персонал и дефекты в продуктах

---

**Ключевой персонал.** Если компания не сможет удерживать ключевой персонал или нанять дополнительный квалифицированный персонал, то это способно повлиять на конкурентоспособность компании.

**Дефекты в продуктах.** Компоненты могут иметь дефекты или ошибки, которые способны повлечь за собой претензии к компании или задержки в производстве.

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.

---