

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Seer Inc (SEER)

 Потенциал роста: **35%**

 Целевая цена: **\$24,3**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Лабораторные приборы

оценка перед IPO

IPO SEER: использование наночастиц для анализа белков



Выручка, 3Q2020 (млн USD)	0
EBIT, 3Q2020 (млн USD)	-21
Прибыль, 3Q2020 (млн USD)	-20
Чистый долг, 3Q2020 (млн USD)	0

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

Капитализация IPO (млн USD)	993
Акции после IPO (млн шт)	58,43
Акции к размещению (млн шт)	8,8
Объем IPO (млн USD)	150
Минимальная цена IPO (USD)	16
Максимальная цена IPO (USD)	18
Целевая цена (USD)	24,3
Дата IPO	3 декабря

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

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

3 декабря состоится IPO Seer Inc. Компания является разработчиком продукта Proteograph Product Suite. Основная функция которого - использование наночастиц для анализа белкового состава крови. Андеррайтерами размещения выступают J.P. Morgan, Morgan Stanley, BofA Securities и Cowen.

О компании. Proteograph Product Suite построен на запатентованной технологии инженерных наночастиц для обеспечения доступа к протеому (совокупность белков организма, производимых клеткой, тканью или организмом в определённый период времени). Основатель и генеральный директор компании Омид Фарахзада создал стартап в 2018 году совместно с Филипом Ма (бывший исполнительный директор Biogen и партнер McKinsey), который на текущий момент занимает должность коммерческого директора. Компания за всю историю привлекла более \$163.5 млн. Среди акционеров компании числятся Maverick Capital Ventures, Invus Public Equities, aMoon Fund, Fidelity, Emerson Collective Investments и T. Rowe Price.

Как работает продукт Proteograph Product Suite. Proteograph Product Suite был разработан с целью эффективного, простого и широкого использования. Данный продукт представляет собой интегрированное решение, состоящее из расходных материалов, инструментов автоматизации и программного обеспечения, необходимых для анализа. Инструмент автоматизации настраивается на заказ для исследователей, чтобы проанализировать образцы примерно за 7 часов (30 минут настройки и 6,5 часов автоматического анализа). Результатами работы прибора автоматизации являются пептиды (семейство веществ, молекулы которых построены из двух и более остатков аминокислот, соединённых в цепь пептидными связями), которые готовятся для обработки на оборудовании массовой спектрометрии (один из точнейших методов идентификации веществ), являющейся широко доступной платформой для обнаружения белков.

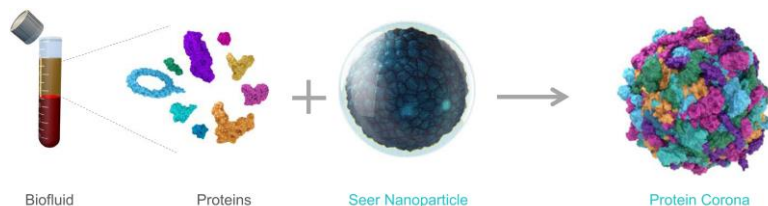
Бизнес-модель компании. В настоящее время компания находится на 1-м этапе коммерциализации, во время которого будет сотрудничать с небольшим количеством крупных лидеров рынка протеомики, способных после проверки продукта повлиять на рынок в целом. Второй этап включает в себя запуск продаж с ограниченным доступом, который начнется в 2021 году. Третий этап – широкий коммерческий доступ, который компания планирует начать в начале 2022 года.

Апсайд в 35% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$1,423 млрд при целевой цене в \$24,3 на 1 простую акцию с потенциалом роста 35%.

Seer Inc: ключевые факты

Seer – компания, являющаяся разработчиком продукта Proteograph Product Suite, основная функция которого - использование наночастиц для анализа белкового состава крови. Proteograph Product Suite построен на запатентованной технологии инженерных наночастиц для обеспечения доступа к протеому (совокупность белков организма, производимых клеткой, тканью или организмом в определённый период времени).

Иллюстрация 1. Технология наночастиц



5 issued and over 25 pending patents

Источник: на основе данных компании

Технология Seer была создана в лаборатории в Бригам-Сити. Основатель и генеральный директор компании Омид Фарахзада создал стартап в 2018 году совместно с Филипом Ма (бывший исполнительный директор Biogen и партнер McKinsey), который на текущий момент занимает должность коммерческого директора. Также в состав высшего менеджмента входит предприниматель Массачусетского технологического института Роберт Лангер, также являющийся основателем. Он возглавляет научный консультативный совет Seer вместе с Мостафой Ронаги, главным техническим директором Illumina.

Компания за всю историю привлекла более \$163,5 млн. Среди акционеров компании числятся Maverick Capital Ventures, Invus Public Equities, aMoon Fund, Fidelity, Emerson Collective Investments и T. Rowe Price.

Продукт Proteograph Product Suite. Proteograph Product Suite был разработан с целью эффективного, простого и широкого использования.

Данный продукт представляет собой интегрированное решение, состоящее из расходных материалов, инструментов автоматизации и программного обеспечения, необходимых для анализа.

Иллюстрация 2. Proteograph Product Suite



Источник: на основе данных компании

Расходные материалы включают в себя набор из 5 наноизмерительных частиц, реагенты для лизиса и расщепления белков, очистки пептидов и количественного определения пептидов.

Инструмент автоматизации настраивается на заказ для исследователей, чтобы проанализировать образцы примерно за 7 часов (30 минут настройки и 6,5 часов автоматического анализа). Результатами работы прибора автоматизации являются пептиды (семейство веществ, молекулы которых построены из двух и более остатков аминокислот, соединённых в цепь пептидными связями), которые готовятся для обработки на оборудовании массовой спектрометрии (один из точнейших методов идентификации веществ), являющейся широко доступной платформой для обнаружения белков.

Иллюстрация 3. Инструмент автоматизации



Источник: на основе данных компании

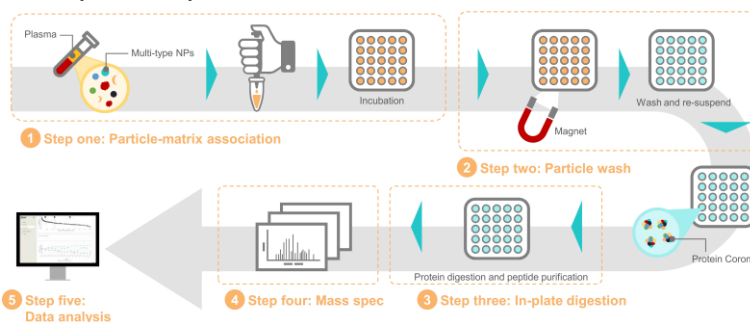
Программное обеспечение: на данный момент ПО позволяет осуществить развертывание в облаке, в будущем компания планирует сделать также локальное развертывание. ПО создано для управления и анализа данных.

Протеомный анализ с помощью Proteograph: основные этапы.

Протеомный анализ состоит из 5 основных этапов:

- связь частиц и биологических образцов;
- промывка частиц (удаление слабосвязанных белков);
- образование пептидов для дальнейшего анализа;
- масс-спектрометрия;
- анализ данных.

Иллюстрация 4. Протеомный анализ



Источник: на основе данных компании

Бизнес-модель компании. Изначально компания планировала использовать данную технологию для разработки способа раннего обнаружения заболеваний (до симптомов), но сейчас изменила свое направление.

На сегодняшний день компания планирует сначала сосредоточиться на продаже только для исследовательских целей. Компания планирует коммерциализировать свой продукт путем трехэтапного плана, который оказался эффективным для внедрения новых технологий на рынке, включая секвенирование следующего поколения (технология методов секвенирования нового поколения позволяет «прочитать» одновременно сразу несколько участков генома, что является главным отличием от более ранних методов секвенирования).

В настоящее время компания находится на 1-м этапе, во время которого будет сотрудничать с небольшим количеством крупных лидеров рынка протеомики (область молекулярной биологии, посвященная идентификации и количественному анализу белков), способных после проверки продукта повлиять на рынок в целом.

Первый продукт Proteograph был доставлен в октябре 2020 года, компания планирует разместить еще один со вторым партнером до конца 2020 года.

Второй этап включает в себя запуск продаж с ограниченным доступом, который начнется в 2021 году. Третий этап – широкий коммерческий доступ, который компания планирует начать в начале 2022 года.

Потенциальный рынок компании в \$53 млрд. По данным Allied Market Research, в 2019 году рынок протеомики составил \$32 млрд, а рынок геномики, по данным Technavio, в 2019 году составил \$21 млрд.

Оценка Seer: потенциал роста свыше 35% с долей рынка в 1,10% к 2029 прогнозируемому году

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные адресного рынка компании и оценили потенциальную долю компании.

В 2019 году и за 9M2020 года компания не получала выручки, но получила грант в размере \$0,116 млн и \$0,320 млн.

Мы ожидаем, что в 2021 году компания начнет продажу своего продукта ограниченным выпуском, а доля рынка может составить до 0,005%. В 2022 году компания начнет полномасштабную коммерциализацию, а доля рынка может вырасти до 0,017%, темпы роста составят 289%. Таким образом, после полномасштабного запуска доля рынка компании может составить до 1,10% к 2029 прогнозируемому году. Также у компании довольно большой потенциальный рынок с потенциалом свыше \$51 млрд.

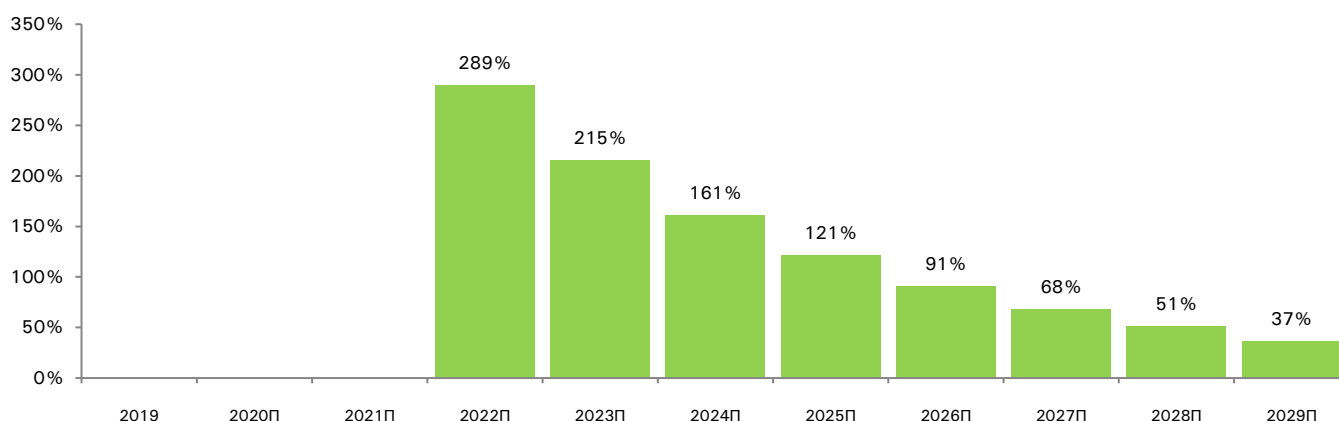
С учетом всех вводных данных мы заложили начало выручки с 2021 году с \$2 млн до \$9 млн к 2022 году с дальнейшим ростом до \$1,087 млрд к 2029 прогнозируемому году. В 2022 году темпы роста составят 289% с дальнейшим снижением до 37% к 2029 прогнозируемому году.

Иллюстрация 5. Модель выручки Seer

Модель выручки из целевого рынка	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Рынок протеомии, млрд USD	26	32	39	46	54	61	68	75	82	88	94	99
Темпы роста, %		25%	22%	18%	15%	13%	12%	11%	9%	8%	6%	6%
Доля рынка Seer, %	0%	0%	0,00%	0,01%	0,017%	0,05%	0,11%	0,22%	0,38%	0,60%	0,85%	1,10%
Темпы роста, %					237%	178%	133%	100%	75%	56%	42%	30%
Всего выручка, млн USD	0	0	0	2,3	9	28	74	164	312	525	795	1 087
Темпы роста, %					289%	215%	161%	121%	91%	68%	51%	37%

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

График 1. Прогноз темпов роста Seer

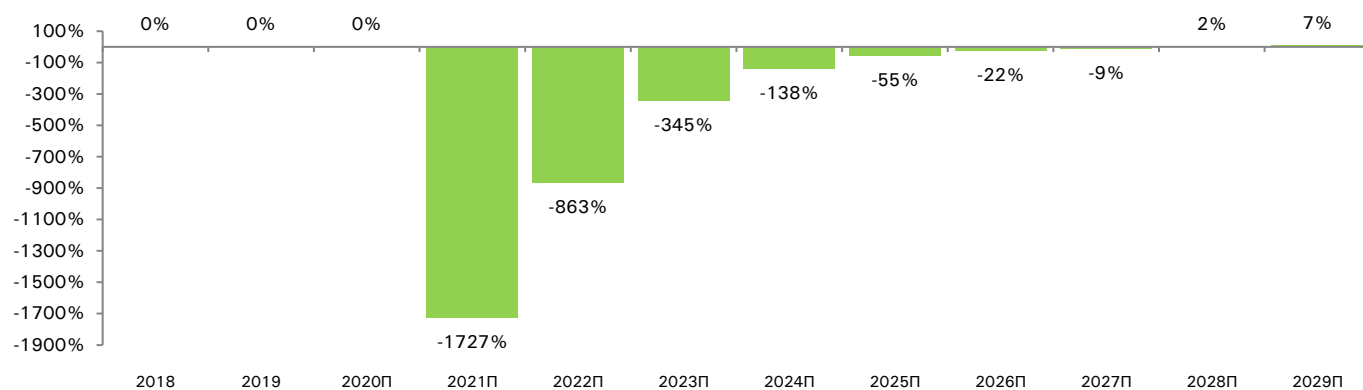


Источник: на основе данных компании и прогноза АО «Фридом Финанс»

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 18%.

В 2020 году показатели EBIT-маржи прогнозируются на уровне -1727% на фоне запуска второго этапа коммерциализации. Мы сделали консервативный прогноз маржи и приравнили к среднеотраслевым значениям в 18%. Чистые реинвестиции от выручки в 2021 году могут составить до 600% с дальнейшим снижением до среднеотраслевых в 6%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$419 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 приравнили к затратам на капитал в 6,1%. 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 (-\$698 млн) и зрелого (\$1,706 млрд) периода, составит \$1,042 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$8 млн, наличность на счетах и инвестиции в \$122 млн, поступления от IPO и частного размещения в \$285 млн и стоимость опционов в \$18 млн, собственный капитал Seer можно оценить в \$1,423 млрд.

Учитывая 58,43 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$24,3. Потенциал к верхней границе IPO в \$18 составляет 35%.

В параллельном частном размещении акции на \$135 млн по цене IPO приобретут Fidelity Management & Research Company LLC, SoftBank, T. Rowe Price Associates и aMoon Fund.

Иллюстрация 6. Модель оценки Seer методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпа роста выручки, %					289%	215%	161%	121%	91%	68%	51%	37%	3,0%
(+) Выручка	0	0	0	2	9	28	74	164	312	525	795	1 087	1 119
(x) Операционная маржа	0%	0%	0%	-1727%	-863%	-345%	-138%	-55%	-22%	-9%	2%	7%	18%
(=) EBIT	-7	-8	-22	-40	-78	-98	-102	-90	-69	-46	16	76	202
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	3	0	40
(=) NOPLAT	-7	-8	-22	-40	-78	-98	-102	-90	-69	-46	13	76	161
(-) чистые реинвестиции	9	10	11	14	24	34	45	50	57	57	61	65	79
(=) FCFF	(15)	(18)	(33)	(54)	(102)	(133)	(147)	(140)	(126)	(104)	(48)	11	82
FCFF маржа, %			0%	-2327%	-1133%	-467%	-199%	-86%	-40%	-20%	-6%	1,0%	
(x) фактор дисконтирования			0,96x	0,92x	0,89x	0,85x	0,81x	0,77x	0,73x	0,69x	0,65x	0,65x	
PV FCFF			(32)	(50)	(90)	(112)	(119)	(108)	(92)	(72)	(31)	7	
Терминальная стоимость													2 629
PV Терминальной стоимости													1 706
Имплицированные переменные модели		2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x		0,00x	0,00x	0,04x	0,12x	0,26x	0,48x	0,80x	1,19x	1,64x	2,09x	2,82x	
Инвестированный капитал		27	38	52	76	111	156	206	263	320	381	385	
Чистое реинвестирование, %		-132%	-50%	-35%	-31%	-35%	-44%	-55%	-82%	-124%	478%	86%	49%
Реинвестирование к выручке, %		0%	0%	600%	270%	122%	61%	30%	18%	11%	8%	6%	
ROIC, %		-28%	-58%	-77%	-102%	-88%	-66%	-44%	-26%	-15%	3%	20%	6,1%
Маржа NOPLAT, %		-6545%	0%	-1727%	-863%	-345%	-138%	-55%	-22%	-9%	2%	7%	
Расчет WACC		2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П		
Безрисковая ставка		0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	
Бета послерыноговая		0,53	0,58	0,63	0,67	0,72	0,77	0,81	0,86	0,91	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%	5,4%	
Стоимость собственного капитала		3,7%	3,9%	4,2%	4,4%	4,7%	4,9%	5,2%	5,4%	5,7%	6,2%		
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%	
Ставка долга, после налогов		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
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%	
Средневзвешенная стоимость капитала		3,7%	3,9%	4,2%	4,4%	4,6%	4,9%	5,1%	5,4%	5,6%	6,1%		
Кумулятивная стоимость капитала		1,0x	1,0x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x		
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде													(698)
(+) Стоимость в терминальном периоде													1 706
(x) Коэффициент на дату оценки													1,03x
(=) EV													1 042
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													8
(+) Наличность													122
(+) Поступления от IPO													285
(-) Стоимость выпущенных опционов													18
(=) Оценка собственного капитала													1 423
Рыночная капитализация													1 052
Целевая цена на акцию, USD													24,3
Максимум диапазона на IPO, USD													18
Потенциал роста, %													35%

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

Риски: коммерческий запуск, признание на рынке и сотрудники

Коммерческий запуск. Компания еще не осуществила коммерческий запуск своего продукта, и есть риск слабого начала коммерциализации.

Признание на рынке. Успех компании во многом зависит от признания на рынке, а именно признания от крупных имен в области протеомики.

Ключевые сотрудники. Если компания не сможет привлекать или удерживать ключевых сотрудников, это повлияет на ее эффективное развитие, 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.
