

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Treace Medica Concepts (TMCI)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$22**

 Диапазон размещения: **\$15–17**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

США | Медицинские инструменты

Оценка перед IPO

IPO TMCI: альтернативный метод лечения бурсита



Выручка, 2020 (млн USD)	57
EBIT, 2020 (млн USD)	1
Прибыль, 2020 (млн USD)	-4
Чистый долг, 2020 (млн USD)	11

P/E, 2021 (x)	—
P/S, 2021 (x)	—
EV/S, 2021 (x)	—
ROA (%)	—
ROIC (%)	—
ROE (%)	—
Маржа EBIT (%)	1

Капитализация IPO (млн USD)	807
Акции после IPO (млн шт.)	50,46
Акции к размещению (млн шт.)	9,4
Объем IPO (млн USD)	150
Минимальная цена IPO (USD)	15
Максимальная цена IPO (USD)	17
Целевая цена (USD)	22
Дата IPO	22 апреля

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

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) | bekteмиров@ffin.kz

22 апреля состоится IPO Treace Medica Concepts – компании по производству ортопедических медицинских устройств для лечения Hallux Valgus (бурсит большого пальца стопы). Андеррайтерами размещения выступают J.P. Morgan и Morgan Stanley.

О компании. Компания была основана в 2013 году и в 2015 году получила одобрение от FDA для своей системы Lapiplasty. В настоящее время компания реализует свои системы путем прямых продаж в 98 точках по всем США. С 2015 года компания провела более 25 тысяч процедур. Компания работает с 7,4 тысячи операционных ортопедов и 2,6 тысячи хирургов-ортопедов.

Разработка Treace Medica Concepts. Компания разработала свою запатентованную систему коррекции бурсита Lapiplasty 3D. Lapiplasty 3D представляет собой систему, которая последовательно корректирует деформацию суставов, устраняет первопричины и обеспечивает быстрый возврат к нагрузке стопы. Система Lapiplasty включает как процедурные инструменты, так и одноразовые стерильные комплекты имплантатов.

Потенциальный рынок. Ранее было всего два основных подхода к хирургическому лечению бурсита. Первым и наиболее распространенным подходом является 2D-остеотомия, при которой просто разрезают и смещают плюсневую кость в двух измерениях, устраняя косметический бугорок, а не основную причину, что приводит к высокой частоте рецидивов в долгосрочной перспективе (до 78%) и низкой удовлетворенности пациентов процедурой. Второй подход используется в более запущенных случаях – это хирургическое вмешательство, при котором сращивается нестабильный сустав, но требуется технически сложная коррекция с помощью техники freehand, которая часто приводит к противоречивым результатам и требует длительного периода восстановления, приблизительно 6–8 недель отсутствия нагрузки на стопу.

Система Lapiplasty предназначена для поворота всей плюсневой кости в нормальное анатомическое положение во всех трех измерениях, она устраняет неровности и восстанавливает нормальную анатомию. Затем нестабильное основание стопы фиксируется титановыми пластинами и винтами, что позволяет пациентам быстро стать на ноги в послеоперационной обуви. Процедура Lapiplasty может выполняться как в амбулаторных условиях больницы, так и в амбулаторном хирургическом центре.

Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$1,142 млрд при целевой цене \$22 на одну простую акцию с потенциалом роста 30%.

Treace Medica Concepts: финансовые показатели

Отчет о прибыли, млн USD	2019	2020	Балансовый отчет, млн USD	2019	2020
Выручка	39	57	Наличность	12	18
Себестоимость	8	12	Дебиторская задолженность	10	14
Валовая выручка	32	45	Запасы	6	8
S&M	26	32	Прочие активы	0	1
R&D	5	6	Текущие активы	29	41
G&A	4	7	ОС	1	1
ЕБИТ	-4	1	Активы	30	42
Прочие доходы/расходы	0	-2	Кредиторская задолженность	1	2
Процентный расход	-1	-3	Начисленные обязательства	1	2
Доналоговая прибыль	-4	-4	Начисленные комиссии	3	4
Налог	0	0	Начисленная компенсация	3	2
Чистая прибыль	-4	-4	Долг	0	2
			Текущие обязательства	7	12
			Производное обязательство	0	0
			Долг	19	29
Рост и маржа (%)	2019	2020	Всего обязательства	27	41
Темпы роста выручки	-	46	Конвертируемые акции	0	0
Темпы роста EBITDA	-	-	Капитал	3	1
Темпы роста EBIT	-	-	Обязательства и собственный капитал	30	42
Темпы роста NOPLAT	-	-			
Темпы роста инвестированного капитала	-	-	Поэлементный анализ ROIC	2019	2020
Валовая маржа	81	78	Маржа NOPLAT, %	-	-
EBITDA-маржа	-	-	ICTO, x	-	-
EBIT-маржа	-9	1	AICTO, x	-	-
NOPLAT-маржа	-	-	ROIC, %	-	-
Маржа чистой прибыли	-11	-6	Себестоимость/выручка, %	-	-
			Операционные издержки/выручка, %	-	-
Cash Flow, млн USD	2019	2020	WCFO, x	-	-
CFO	(8)	(4)	FATO, x	-	-
D&A	1	1			
CFI	(1)	(1)	Ликвидность и структура капитала	2019	2020
CapEx	(1)	(1)	ЕБИТ/процентные платежи, x	-	-
CFF	20	12	Текущая ликвидность, x	3,90	3,53
Денежный поток	11	6	Долг/общая капитализация, %	-	-
Наличность на начало года	1	12	Долг/активы, %	65	70
Наличность на конец года	12	18	Долг/собственные средства, x	1,58	1,61
			Долг/IC, %	-	-
			Собственные средства/активы, %	41	43
			Активы/собственный капитал, x	-	-
Справочные данные	2019	2020	Мультипликаторы	2019	2020
Акции в обращении, млн шт.	-	-	P/B, x	-	-
Балансовая стоимость акции, USD	-	-	P/E, x	-	-
Рыночная стоимость акции, USD	-	-	P/S, x	-	-
Рыночная капитализация, USD	-	-	EV/EBITDA, x	-	-
EV, USD	-	-	EV/S, x	-	-
Капитальные инвестиции, USD	1	1			
Рабочий капитал, USD	-	-			
Реинвестиции, USD	-	-			
BV, USD	-	-			
Инвестированный капитал	-	-			
EPS, USD на акцию	-	-			

Treace Medica Concepts: ключевые факты

О компании. Treace Medica Concepts является компанией по производству ортопедических медицинских устройств для лечения Hallux Valgus (бурсит большого пальца стопы).







Компания была основана в 2013 году и в 2015 году получила одобрение от FDA для своей системы Lapiplasty. В настоящее время компания реализует свои системы путем прямых продаж в 98 точках по всем США. С 2015 года компания провела более 25 тысяч процедур.

Компания работает с 7,4 тысячи операционных ортопедов и 2,6 тысячи хирургов-ортопедов.

Разработка Treace Medica Concepts. Компания разработала свою запатентованную систему коррекции бурсита Lapiplasty 3D.

Lapiplasty 3D представляет собой систему, которая последовательно корректирует деформацию суставов, устраняет первопричины и обеспечивает быстрый возврат к нагрузке стопы. Система Lapiplasty включает как процедурные инструменты, так и одноразовые стерильные комплекты имплантатов.

Иллюстрация 1. Ключевые компоненты системы Lapiplasty

Procedural instrumentation		Sterile-packed implant kits
<p>Lapiplasty Positioner</p>  <p><i>Engineered to quickly and reproducibly correct metatarsal alignment in all three dimensions</i></p>	<p>Lapiplasty Compressor</p>  <p><i>Delivers controlled compression to the precision-cut joint surfaces, while maintaining the three-dimensional correction</i></p>	<p>Sterile Implants and Instruments</p>  <p><i>Single-use implants and instruments used in the Lapiplasty Procedure and ancillary procedures</i></p>
<p>Lapiplasty Cut Guide and Fulcrum</p>  <p><i>Delivers precise cuts with the metatarsal held in the corrected position, ensuring optimal cut trajectory</i></p>	<p>Lapiplasty Light-Weight Tray</p>  <p><i>Includes the Positioner, Compressor and Cut Guide and Fulcrum</i></p>	<p>Biplanar Plating</p>  <p><i>Provides biomechanically-tested biplanar stability, which are designed to allow rapid return to weight-bearing in a walking boot</i></p>

Источник: по данным компании

Преимущества перед традиционным методом. Ранее было всего два основных подхода к хирургическому лечению бурсита. Первым и наиболее распространенным подходом является 2D-остеотомия, при которой просто разрезают и смещают плюсневую кость в двух измерениях, устраняя косметический бугорок, а не основную причину, что ведет к высокой частоте рецидивов в долгосрочной перспективе (до 78%) и низкой удовлетворенности пациентов процедурой. Второй подход используется при более запущенных случаях – это хирургическое вмешательство, при котором сращивается нестабильный сустав, но требуется технически сложная коррекция с помощью техники freehand, которая часто приводит к противоречивым результатам и требует длительного периода восстановления, приблизительно 6–8 недель отсутствия нагрузки на стопу.

Система Lapiplasty предназначена для поворота всей плюсневой кости в нормальное анатомическое положение во всех трех измерениях, она устраняет неровности и восстанавливает нормальную анатомию.

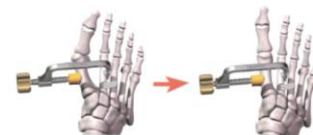
Затем нестабильное основание стопы фиксируется титановыми пластинами и винтами, что позволяет пациентам быстро стать на ноги в послеоперационной обуви. Процедура Lapiplasty может выполняться как в амбулаторных условиях больницы, так и в амбулаторном хирургическом центре.

Иллюстрация 2. Система Lapiplasty

Correct.

Make the correction *before* the cut

Using the **Lapiplasty Positioner**, the entire metatarsal bone is returned to normal 3D alignment.



Cut.

Perform precision cuts with confidence

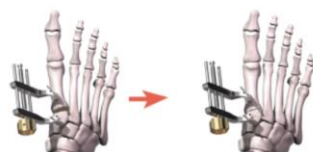
Using the **Lapiplasty Cut Guide**, the unstable joint surfaces are cut in the corrected position.



Compress.

Achieve controlled compression of joint surfaces

Using the **Lapiplasty Compressor**, the two bone surfaces are brought together while 3D correction is maintained.



Fixate.

Apply biplanar fixation for robust stability

Using **Biplanar Plating**, two titanium plates fastened at ninety degree angles, the joint is secured and stabilized, designed to allow for early return to weight-bearing in a post-operative boot while the bones fuse together.



Источник: по данным компании

Потенциальный рынок. Свой адресный рынок компания оценивает в \$5 млрд ежегодно.

Бурситом поражены примерно 65 млн американцев. Приблизительно 4,4 млн пациентов в США ежегодно обращаются за медицинской помощью по поводу бурсита. Из этих пациентов около 1,1 млн считаются кандидатами на хирургическое вмешательство. Несмотря на значительные ограничения традиционных хирургических подходов к лечению, ежегодно в Соединенных Штатах выполняется около 450 тысяч хирургических операций по поводу бурсита большого пальца стопы.

Оценка Treace Medica Concepts: отход от традиционных методов лечения и адресный рынок в \$5 млрд проецирует потенциал в 30%

1. Прогноз выручки. Для построения модели мы использовали данные по количеству проданных наборов и стоимость одного набора.

Количество проданных наборов. Темпы роста количества проданных наборов в 2020 году составили 44%. Мы ожидаем, что в 2021 году компания продаст до 15,4 тысячи наборов, а темпы роста составят 38%. К 2030-му прогнозируемому году мы ожидаем, что темпы роста составят 11%, а количество проданных наборов достигнет до 80,2 тысячи. Это 17,8% от общего количества операций в 2020 году, что, на наш взгляд, кажется вполне достижимым результатом.

Стоимость одного набора. Стоимость одного набора в 2020 году составила \$5,16 тысячи против \$5,11 тысячи в 2019 году. Мы ожидаем, что к 2030 году стоимость одного набора может вырасти до \$6 тысяч.

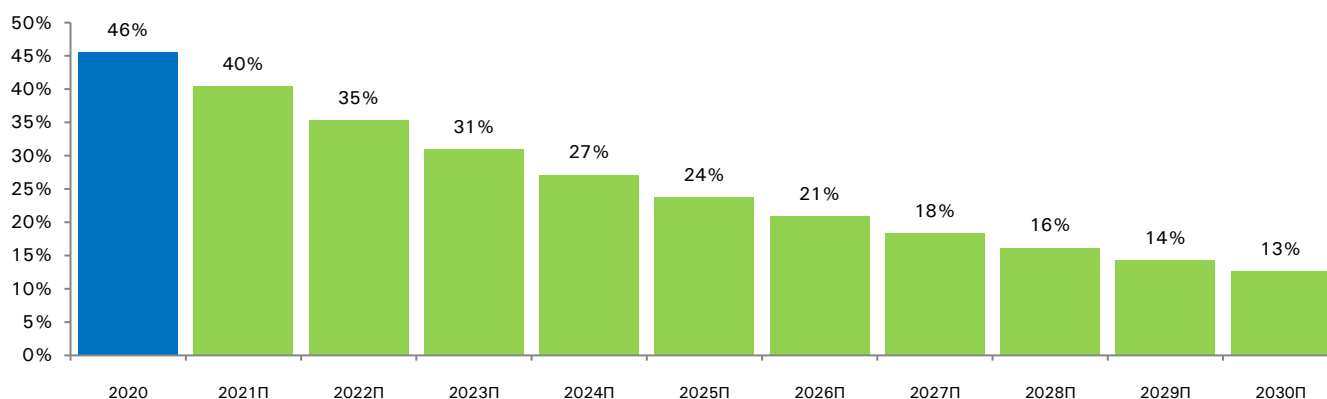
Темпы роста общей выручки компании замедлятся с 46% в 2020 году до 40% в 2021-м прогнозируемом году с дальнейшим замедлением до 13% к 2030 году. Выручка вырастет с \$57 млн в 2020 году до \$480 млн к 2030-му прогнозируемому году.

Иллюстрация 3. Прогноз выручки Treace Medica Concepts

Модель выручки из целевого рынка	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Количество проданных наборов, тыс	7,7	11,1	15,4	20,5	26,4	33,1	40,4	48,1	56,1	64,2	72,3	80,2
Темпы роста, %		44%	38%	33%	29%	25%	22%	19%	17%	14%	13%	11%
Стоимость одного набора, тыс USD	5,11	5,16	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,6	5,7	5,8	5,9	6,0
Темпы роста, %		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Всего выручка, млн USD	39	57	81	109	143	181	225	271	321	373	426	480
Темпы роста, %		46%	40%	35%	31%	27%	24%	21%	18%	16%	14%	13%

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

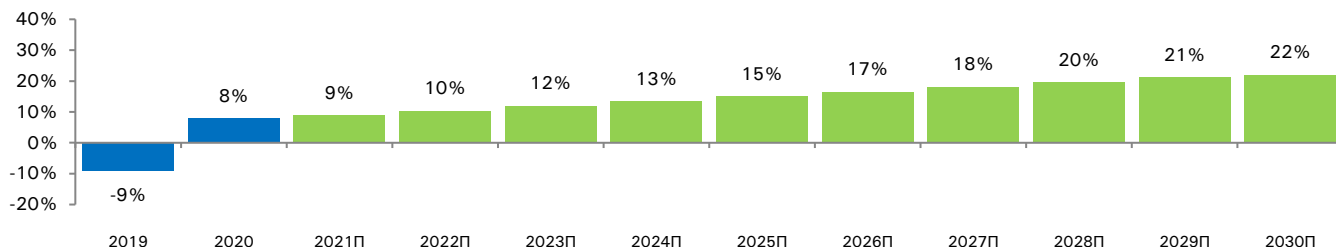
График 1. Прогноз темпов роста Treace Medica Concepts



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

2. Прогноз маржи. В 2020 году показатели EBIT-маржи были равны 1%. Показатели очищенной маржи от R&D и операционной аренды составили 8%. Мы заложили рост с 8% в 2020 году до 22% к 2030-му прогнозному году. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 5,5% до среднеотраслевых 3%. Исходя из нашего прогноза, в течение 10 лет чистые реинвестиции составят \$99 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 5,7%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 53% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (\$185 млн) и зрелого (\$922 млн) периодов, составит \$1,128 млрд. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в \$30 млн, наличность на счетах в \$18 млн, поступления от IPO в \$100 млн и стоимость опционов в \$74 млн, собственный капитал Treace Medica Concepts можно оценить в \$1,142 млрд.

Учитывая 50,46 млн акций после IPO, целевая цена на одну акцию равна \$22. Потенциал к верхней границе IPO в \$17 составляет 30%.

Акционеры компании продают 3,125 млн акций, компания продает 6,25 млн акций.

Иллюстрация 4. Модель оценки Treace Medica Concepts методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2019	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П	зрелый
темпы роста выручки, %		46%	40%	35%	31%	27%	24%	21%	18%	16%	14%	13%	3,0%
(+) Выручка	39	57	81	109	143	181	225	271	321	373	426	480	495
(x) Операционная маржа	-9%	8%	9%	10%	12%	13%	15%	17%	18%	20%	21%	22%	22%
(=) EBIT	-4	5	7	11	17	24	34	45	58	73	90	106	110
Налоговая ставка	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) Налог на EBIT	0	0	1	2	3	5	7	9	12	15	18	21	22
(=) NOPLAT	-4	5	6	9	14	19	27	36	46	58	72	85	88
(-) чистые реинвестиции	5	3	4	5	7	8	10	11	12	13	14	14	47
(=) FCFF	(9)	1	1	4	7	11	17	25	34	45	58	70	42
FCFF-маржа, %		2%	2%	3%	5%	6%	8%	9%	11%	12%	13,6%	14,6%	
(x) фактор дисконтирования			0,94x	0,94x	0,89x	0,84x	0,79x	0,74x	0,70x	0,66x	0,63x	0,59x	
PV FCF			1	3	6	9	14	19	24	30	37	42	1 553
Терминальная стоимость													922
PV Терминальной стоимости													922
Имплицитные переменные модели	2020	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П		
Выручка/капитал, x	2,48x	2,94x	3,32x	3,60x	3,79x	3,91x	3,97x	4,00x	3,99x	3,97x	4,45x		
Инвестированный капитал	23	27	33	40	48	57	68	80	93	107	108		
Чистое реинвестирование, %	70%	75%	61%	50%	42%	36%	30%	26%	22%	19%	17%		53%
Реинвестирование к выручке, %	5,5%	5,3%	5,0%	4,8%	4,5%	4,3%	4,0%	3,8%	3,5%	3,3%	3,0%		
ROIC, %	19%	21%	27%	34%	41%	47%	52%	58%	63%	67%	78%		5,7%
Маржа NOPLAT, %	8%	7%	8%	10%	11%	12%	13%	14%	16%	17%	18%		
Расчет WACC		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	1,12	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%	6,2%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%		
Ставка долга, до налогов		6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%	6,1%		
Ставка долга, после налогов		4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%		
СК/Стоимость компании		97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%	97%		
Долг/Стоимость компании		3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%		
Средневзвешенная стоимость капитала		6,3%	6,2%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%		
Кумулятивная стоимость капитала		0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x		
Оценка капитала, млн USD													
(=) Стоимость в прогнозном периоде													185
(+) Стоимость в терминальном периоде													922
(x) Коэффициент на дату оценки													1,02x
(=) EV													1 128
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													30
(+) Наличность													18
(+) Поступления от IPO													100
(-) Стоимость выпущенных опционов													74
(=) Оценка собственного капитала													1 142
Рыночная капитализация													858
Целевая цена на акцию, USD													22,0
Максимум диапазона на IPO, USD													17
Потенциал роста, %													30%

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

Риски: конкуренция и обучение

Конкуренция. Компания работает на очень конкурентном рынке, среди конкурентов можно отметить Wright Medical Group, DePuy Synthes Products, Arthrex, Smith & Nephew, Zimmer Biomet Holdings и Integra LifeSciences Holdings Corporation.

Обучение хирургов. Если хирурги не смогут безопасно использовать продукты компании или компания не сможет обучить хирургов, то это способно снизить продажи компании.

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.
