

## РЕКОМЕНДАЦИЯ

# Buy

## Nano-X Imaging Ltd (NNOX)

 Потенциал роста: **36%**

 Целевая цена: **\$24,5**

 Диапазон размещения: **\$16-\$18**

### РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Израиль | Рентгеновские технологии

оценка перед IPO

## IPO NNOX: цифровые рентгеновские технологии



Выручка, 2Q20 (млн USD)	0
EBIT, 2Q20 (млн USD)	-14
Чистая прибыль, 2Q20 (млн USD)	-14
Чистый долг (млн USD)	0

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

Капитализация IPO (млн USD)	<b>704,7</b>
Акции после IPO (млн шт)	<b>41,45</b>
Акции к размещению (млн шт)	<b>5,88</b>
Объем IPO, (млн USD)	<b>100</b>
Диапазон IPO (USD)	<b>16-18</b>
Дата IPO	<b>20 августа</b>
Целевая цена (USD)	<b>24,5</b>

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

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

**20 августа состоится IPO компании Nano-X Imaging Ltd, израильского стартапа в области цифровых рентгеновских технологий, которые сочетают в себе недорогое стационарное устройство и ПО для хранения изображений. Андеррайтерами размещения выступают Cantor, Oppenheimer, Berenberg и CIBC Capital Markets.**

**О компании.** NanoX.ARC – это система медицинской визуализации. При условии разрешения регулирующих органов компания предоставит на рынок систему визуализации трехмерного рентгеновского изображения. Плюсы продукта NanoX Imaging в том, что NanoX.ARC гораздо легче традиционных компьютерных томографов (200 кг против 2 тыс. кг). Также компания набирает популярность на фоне того, что компьютерная томография является одним из точных методов определения прогрессирования COVID-19. NanoX.Cloud позволяет оптимизировать процесс, при котором каждое сканированное изображение автоматически загружается в облачную систему и изучается врачом и алгоритмами ИИ (для быстрого анализа), что позволяет предоставлять заключения в короткие сроки. По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$39,5 млн, также компания за всю историю привлекла \$114,4 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – SK Telecom TMT Investment Corp (16,23%), Asia Beam Limited (7,38%) и Yozma Group Korea (7,06%).

**Дата возможного старта продаж и заключенные соглашения компании.** По заявлению компании, старт продаж NanoX.ARC может начаться в 4 квартале 2020 года. Компания считает, что её продукт не потребует одобрения со стороны регулирующих органов. Однако на сегодняшний день компания еще не получила ответ от FDA. Ранее в феврале 2020 года был представлен прототип NanoX.ARC, и, если он будет одобрен, компания планирует начать продажи в США в 1ПГ 2021 года с целью завершения развертывания 15 тысяч систем к 2024 году. Более широкое развёртывание системы ПО NanoX.Cloud начнется после распространения NanoX.ARC. Ранее компания объявила о соглашении по развертыванию своих продуктов в 13 странах.

**Потенциальный рынок.** По данным marketsandmarkets, рынок диагностической визуализации к 2024 году может составить \$33,5 млрд против \$25,7 млрд в 2019 году.

**Апсайд в 36% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFE проецирует оценку собственного капитала в \$1,014 млрд при целевой цене в \$24,5 на 1 простую акцию с потенциалом роста 36%.**



## Nano-X Imaging Ltd: ключевые факты

---

**Nano-X Imaging Ltd – это израильский стартап в области цифровых рентгеновских технологий, которые сочетают в себе недорогое стационарное устройство и ПО для хранения изображений.**

Компания разработала небольшую и недорогую систему сканирования, которая значительно дешевле и удобнее традиционного оборудования компьютерной томографии. Также компания разработала свое программное обеспечение для более удобного хранения рентгеновских снимков.

В июне до IPO в компанию инвестировал SK Telecom, который в свою очередь планирует помочь ей в распространении продукции и перепродаже услуги обработки изображений Nano-X Imaging.

По состоянию на 30 июня денежные средства на балансе компании составляют \$39,5 млн, также компания за всю историю привлекла \$114,4 млн. Крупнейшие акционеры компании до IPO – SK Telecom TMT Investment Corp (16,23%), Asia Beam Limited (7,38%) и Yozma Group Korea (7,06%).

**Продукты Nano-X Imaging Ltd.** Решение компании включает в себя рентгеновскую систему NanoX.ARC и специальное облачное программное обеспечение NanoX.Cloud.

NanoX.ARC – это система медицинской визуализации. При условии разрешения регулирующих органов компания предоставит на рынок систему визуализации трехмерного томосинтеза (создание трехмерного рентгеновского изображения отсканированной части тела человека с высоким разрешением).

Плюсы продукта Nano-X Imaging в том, что NanoX.ARC гораздо легче традиционных компьютерных томографов (200 кг против 2 тыс. кг). Также компания набирает популярность на фоне того, что компьютерная томография является одним из точных методов определения прогрессирования COVID-19.

---

**Иллюстрация 1. Рентгеновская система Nano-X Imaging Ltd**

### NanoX.ARC



*Источник: на основе данных компании*

Nanox.Cloud – это программное обеспечение, которое предназначено для создания репозитория изображений, сопоставления разных снимков, обзора и аннотации диагнозов, подключения к вспомогательным системам. Сама интеграция системы позволяет оптимизировать процесс, при котором каждое сканированное изображение автоматически загружается в облачную систему и изучается врачом и алгоритмами ИИ (для быстрого анализа), что позволяет предоставлять заключения в короткие сроки.

**Дата возможного старта продаж и заключенные соглашения компании.**

По заявлению компании, старт продаж Nanox.ARC может начаться в 4 квартале 2020 года.

Компания считает, что её продукт не потребует одобрения со стороны регулирующих органов. Однако на сегодняшний день компания еще не получила ответ от FDA.

Ранее в феврале 2020 года был представлен прототип Nanox.ARC, и, если он будет одобрен, компания планирует начать продажи в США в 1ПГ 2021 года (развертывание не менее 1000 систем за год) с целью завершения развертывания 15 тысяч систем к 2024 году.

Более широкое развёртывание системы ПО Nanox.Cloud начнется после распространения Nanox.ARC.

Ранее компания объявила о соглашении по развертыванию своих продуктов в 13 странах на 5 континентах.

Также в марте компания подписала контракт на \$174 млн. Согласно данному соглашению, компания предоставит 1000 своих рентгеновских систем.

В феврале Nanox подписала сделку с USARad на 3000 рентгеновских систем в США.

**Потенциальный рынок.** По данным marketsandmarkets, рынок диагностической визуализации к 2024 году может составить \$33,5 млрд против \$25,7 млрд в 2019 году.

Триггерами роста рынка являются растущий спрос на раннюю диагностику заболеваний, расширение области клинического применения, рост населения и запуск новых технологий.

## Оценка Nano-X Imaging Ltd: потенциал роста свыше 36% при доле рынка выше 1,1%

**1. Компания планирует начать продажи своего решения в конце 4 квартала в мире и в 2021 году в США.** Для построения модели мы использовали потенциальный рынок компании и возможную долю рынка компании.

Компания планирует начать продажи в 4 квартале, а с 2021 года продавать не менее 1 тысячи установки для того, чтобы к 2024 году было установлено более 15 тысяч.

На текущий момент, Nano-X уже подписал многочисленные соглашения на поставки своего рентгеновского оборудования.

С учетом конкуренции на рынке и новизны продукта, мы ожидаем что в 2021 прогнозном году доля рынка составит 0,15% с дальнейшим ростом до 1,1% к 2029 прогнозному году.

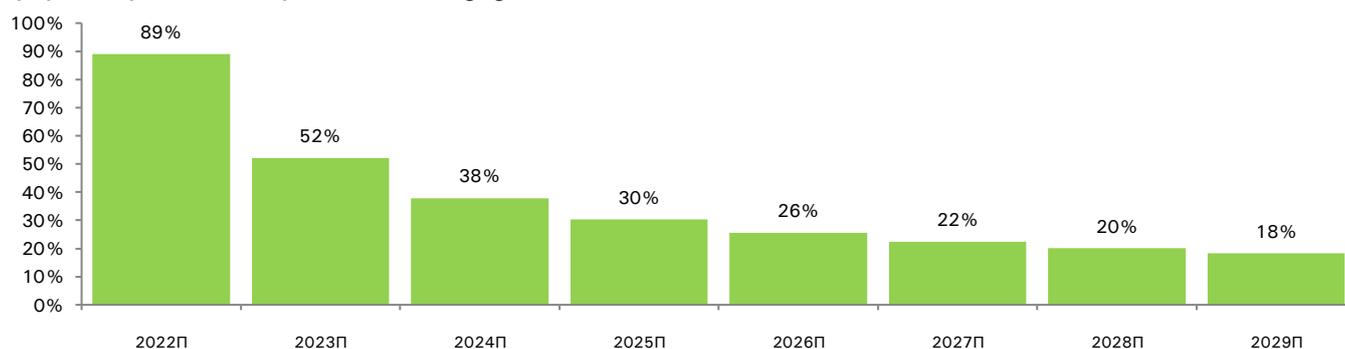
**В итоге наша модель прогнозирует доход в \$43 млн в 2021 прогнозном году с дальнейшим ростом до \$482 млн к 2029 прогнозному году.**

Иллюстрация 2. Модель выручки Nano-X Imaging Ltd

Модель выручки от препаратов	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Потенциальный рынок диагностической визуализации, млрд USD	27,1	28,5	30,1	31,8	33,5	35,4	37,3	39,3	41,5	43,8
<b>темп роста, %</b>		5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Доля рынка Nano-X Imaging Ltd, %	0,0%	0,2%	0,3%	0,4%	0,5%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%
<b>Выручка от продаж, млн USD</b>	<b>0</b>	<b>43</b>	<b>81</b>	<b>123</b>	<b>170</b>	<b>221</b>	<b>277</b>	<b>339</b>	<b>407</b>	<b>482</b>

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

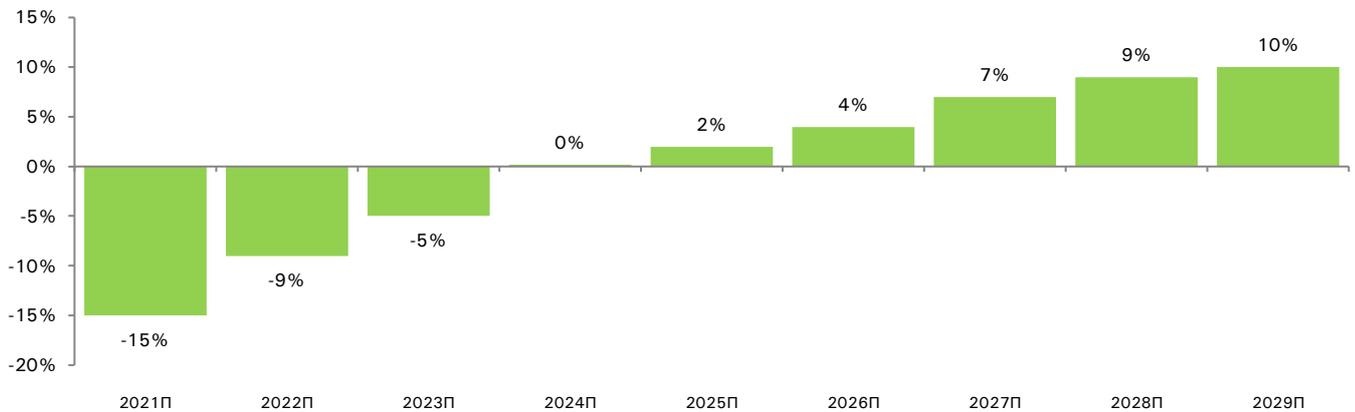
График 1. Прогноз темпов роста Nano-X Imaging Ltd



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

**2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений в 10%.**

Мы предполагаем, что в первые 3 года коммерциализации EBIT-маржа будет отрицательной, в дальнейшем за счет наращивания опыта в производстве и возможного полномасштабного запуска Nanox.Cloud компания станет прибыльной и маржа достигнет среднеотраслевых показателей в 10%.

**График 2. Прогноз EBIT-маржи**


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

**3. Финальный расчет стоимости и потенциала.** EV, или сумма стоимости прогнозного (\$55 млн) и зрелого (\$875 млн) периода, составит \$904 млн. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды в \$0,386 млн, наличность на счетах в \$40 млн, поступления от IPO в \$100 млн и стоимость выпущенных опционов в \$29 млн, собственный капитал Nano-X Imaging Ltd можно оценить в \$1,014 млрд.

Учитывая 41,45 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$24,5. Потенциал к верхней границе IPO в \$18 составляет 36%.

**Иллюстрация 3. Модель оценки Nano-X Imaging Ltd методом FCFF**

Модель прогнозного периода	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
<b>Выручка, млн USD</b>	0	43	81	123	170	221	277	339	407	482	496
темп роста, %			89%	52%	38%	30%	26%	22%	20%	18%	3,0%
Маржа ЕБИТ, %	0%	-15%	-9%	-5%	0%	2%	4%	7%	9%	10%	10%
ЕБИТ	0	-6	-7	-6	0	4	11	24	37	48	50
RR, %	0%	0%	0%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
CapEx	0	0	0	0	0	0	1	1	2	2	3
<b>FCFF</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-6</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>11</b>	<b>23</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>48</b>
PV FCFF	0	-6	-6	-5	0	3	7	15	21	26	
Стоимость в зрелом периоде, млн USD											1 527
PV стоимости в зрелом периоде, млн USD											875
<b>ROIC в зрелом периоде, %</b>											<b>6,1%</b>
<b>Расчет WACC</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</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	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
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%
<b>Стоимость собственного капитала</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</b>	
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%
<b>Ставка долга, после налогов</b>	<b>0,0%</b>										
СК/Стоимость компании	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Долг/Стоимость компании	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Средневзвешенная стоимость капитала</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,8%</b>	<b>5,9%</b>	<b>5,9%</b>	<b>6,0%</b>	<b>6,1%</b>	
Кумулятивная стоимость капитала	0,9x	0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,6x	
<b>Оценка капитала, млн USD</b>											
(=) Стоимость в прогножном периоде											55
(+) Стоимость в зрелом периоде											875
(x) Коэффициент на дату оценки											0,97x
<b>(=) EV</b>											<b>904</b>
(-) Долг (вкл. операционную аренду)											0
(+) Наличность											40
(+) Поступления от IPO											100
(-) Стоимость выпущенных опционов											29
<b>(=) Оценка собственного капитала, млн USD</b>											<b>1 014</b>
Капитализация по верхней границе IPO, млн USD											746
<b>Целевая цена на акцию, USD</b>											<b>24,5</b>
Максимум диапазона на IPO, USD											18,0
Потенциал роста, %											36%

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

## Риски: успех, конкуренция и зависимость от третьих сторон

**Коммерческий успех.** Коммерческий успех компании подвержен многочисленным рискам, таким как разрешение регулирующих органов, принятие модели MSaaS (Nanoх.Cloud), ошибки в системе и рост затрат.

**Конкуренция.** Отрасль компании высококонкурентная, среди конкурентов можно отметить General Electric, Siemens, Philips, Hologic, Varian, Fuji, Toshiba и Hitachi.

**Зависимость от третьих сторон.** Поставки различных компонентов для производства Nanoх.ARC будут зависеть от третьих сторон, что может привести к росту затрат или несвоевременной поставке.

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.

---