

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy**Cullinan Management (CGEM)**Потенциал роста: **42%**Целевая цена: **\$27**Диапазон размещения: **\$17-\$19****РЫНОК АКЦИЙ**

Оценка капитала | DCF

США | Лекарственные препараты

оценка перед IPO

IPO CGEM: диверсифицированный портфель разработок

| | |
|--------------------------------|-----|
| Выручка, 3Q20 (млн USD) | 0 |
| EBIT, 3Q20 (млн USD) | -31 |
| Чистая прибыль, 2Q20 (млн USD) | -30 |
| Чистый долг (млн USD) | 0 |

| | |
|----------------------|---|
| P/E, 2021 (x) | — |
| P/BV, 2021 (x) | — |
| EV/S, 2021 (x) | — |
| ROA, 2021 (%) | — |
| ROIC, 2021 (%) | — |
| ROE, 2021 (%) | — |
| Маржа EBIT, 2020 (%) | — |

| | |
|-----------------------------|-----------------|
| Капитализация IPO (млн USD) | 681 |
| Акции после IPO (млн шт) | 37,83 |
| Акции к размещению (млн шт) | 8,3 |
| Объем IPO, (млн USD) | 150 |
| Диапазон IPO (USD) | 17-19 |
| Дата IPO | 7 января |
| Целевая цена (USD) | 27 |

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

| Доходность (%) | 3-мес | 6-мес | 12-мес |
|----------------|-------|-------|--------|
| Абсолютная | - | - | - |
| vs S&P 500 | - | - | - |

Абдикаримов ЕрланДиректор 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

7 января состоится IPO компании Cullinan Management, специализирующейся на разработке диверсифицированного портфеля целевых онкологических и иммуноонкологических методов лечения. Андеррайтерами размещения выступают Morgan Stanley, SVB Leerink и Evercore ISI.

О компании. Компания использует бизнес-модель Hub-and-Spoke. Cullinan Oncology делает ставку на то, что финансовый подход, а не чисто научный, может улучшить шансы для разработки потенциального препарата. Для каждой разработки компания создает дочернюю организацию, которая спонсируется материнской компанией и имеет своего исполнительного директора. Такая фирма будет иметь минимальное количество сотрудников и передавать работу подрядным исследовательским компаниям, что позволяет сэкономить денежные средства. По состоянию на 31 декабря у компании было 20 штатных сотрудников и 2 консультанта, которые работают над 7 активными программами. Акционерами являются F2 Ventures, UBS Oncology Impact Fund L.P, Foresite Capital, Cowen, The Baupost Group. Всего компания привлекла \$248,5 млн.

Ключевые разработки компании. Компания имеет ряд разработок в области онкологии и иммуноонкологии, которые различаются по механизму, терапевтическому подходу, модальности и стадии разработки. На текущий момент у компании 7 потенциальных разработок. Основная разработка, находящаяся в фазе 1/2 клинических исследований, - CLN-081. Данный препарат представляет собой небольшую молекулу, создаваемую для лечения немелкоклеточного рака легких, и разрабатывается дочерней компанией Cullinan Pearl. Компания лицензировала права на CLN-081 в 2018 году во всем мире (за исключением Японии) у Taiho Pharma, также недавно компания сублицензировала права с Zai Lab (Китай) в обмен на авансовый платеж, платежи за переходы на другие стадии клинических разработок и роялти.

Апсайд в 42% с учетом вероятности коммерциализации. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$1,023 млрд, что на 42% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$719 млн. Наша целевая цена, таким образом, составила \$27 за акцию.

Cullinan Management: финансовая отчетность

| Отчет о прибыли, млн USD | 2018 | 2019 | 9M20 |
|--|-------------|-------------|-------------|
| Выручка | 0 | 0 | 0 |
| Себестоимость | 0 | 0 | 0 |
| Валовая прибыль | 0 | 0 | 0 |
| R&D | 10 | 17 | 27 |
| G&A | 5 | 5 | 5 |
| EBIT | (15) | (22) | (31) |
| EBITDA | (15) | (22) | (31) |
| Процентный доход | 0 | 1 | 1 |
| Прочие доходы/расходы | 0 | (0) | 0 |
| Доналоговая прибыль | (14) | (22) | (30) |
| Налог | 0 | 0 | 0 |
| Чистая прибыль | (14) | (22) | (30) |
| Рост и маржа (%) | 2018 | 2019 | 9M20 |
| Темпы роста выручки | - | - | - |
| Темпы роста EBITDA | - | - | - |
| Темпы роста EBIT | - | - | - |
| Темпы роста NOPLAT | - | - | - |
| Темпы роста инвестированного капитала | - | - | - |
| Валовая маржа | - | - | - |
| EBITDA маржа | - | - | - |
| EBIT маржа | - | - | - |
| NOPLAT маржа | - | - | - |
| Маржа чистой прибыли | - | - | - |
| Cash Flow, млн USD | 2018 | 2019 | 9M20 |
| CFO | (14) | (21) | (20) |
| D&A | 0 | 0 | 0 |
| CFI | (0) | (35) | (17) |
| CFF | (0) | 86 | 15 |
| Денежный поток | (14) | 29 | (22) |
| Наличность на начало года | 48 | 34 | 63 |
| Наличность на конец года | 34 | 63 | 41 |
| Справочные данные | 2018 | 2019 | 9M20 |
| Акции в обращении, млн штук | - | - | - |
| Балансовая стоимость акции, USD | - | - | - |
| Рыночная стоимость акции, USD | - | - | - |
| Рыночная капитализация, USD | - | - | - |
| EV, USD | - | - | - |
| Капитальные инвестиции, USD | - | - | - |
| Рабочий капитал, USD | - | - | - |
| Реинвестиции, USD | - | - | - |
| BV, USD | - | - | - |
| Инвестированный капитал | - | - | - |
| EPS, USD на акцию | - | - | - |
| Балансовый отчет, млн USD | 2018 | 2019 | 9M20 |
| Наличность | 34 | 63 | 41 |
| Прочие активы | 0 | 1 | 2 |
| Инвестиции | 0 | 35 | 54 |
| Текущие активы | 34 | 100 | 97 |
| ОС | 0 | 0 | 0 |
| Прочие активы | 0 | 0 | 0 |
| Долгосрочные активы | 0 | 0 | 0 |
| Активы | 35 | 100 | 97 |
| Кредиторская задолженность | 0 | 1 | 3 |
| Начисленные расходы | 1 | 2 | 4 |
| Текущие обязательства | 1 | 3 | 8 |
| Аренда | 0 | 0 | 0 |
| Долгосрочные обязательства | 0 | 0 | 0 |
| Конвертируемые прив-ые акции | 54 | 138 | 152 |
| Капитал | (21) | (40) | (62) |
| Обязательства и собственный капитал | 35 | 100 | 97 |
| Поэлементный анализ ROIC | 2018 | 2019 | 9M20 |
| Маржа NOPLAT, % | - | - | - |
| ICFO, x | - | - | - |
| АICFO, x | - | - | - |
| ROIC, % | - | - | - |
| Себестоимость/выручка, % | - | - | - |
| Операционные издержки/выручка, % | - | - | - |
| WCFO, x | - | - | - |
| FATO, x | - | - | - |
| Ликвидность и структура капитала | 2018 | 2019 | 9M20 |
| EBIT/процентные платежи, x | - | - | - |
| Текущая ликвидность, x | - | - | - |
| Долг/общая капитализация, % | - | - | - |
| Долг/активы, % | - | - | - |
| Долг/собственные средства, x | - | - | - |
| Долг/IC, % | - | - | - |
| Собственные средства/активы, % | - | - | - |
| Активы/собственный капитал, x | - | - | - |
| Мультипликаторы | 2018 | 2019 | 9M20 |
| P/B, x | - | - | - |
| P/E, x | - | - | - |
| P/S, x | - | - | - |
| EV/EBITDA, x | - | - | - |
| EV/S, x | - | - | - |

Модель с учетом вероятности в 19% дает оценку в \$1,023 млрд

Предположение по выручке: начало продаж с 2026 года. Мы предполагаем, что компания может начать продажи своего продукта к 2026 году с учетом текущей стадии разработок.

Для прогноза на 10 лет мы использовали данные потенциального рынка для основного продукта компании, который к 2026 году может составить \$43,713 млрд. По данным Fortune Business Insights, случаи немелкоклеточного рака легких составляют 80-85% от общего числа заболеваний раком легких во всем мире.

Мы предполагаем, что доля рынка компании может составить до 1,8% в первый год коммерциализации продукта. Сотрудничество с Zai Lab в будущем может помочь компании выйти на рынок Китая.

В итоге наша модель прогнозирует начало получения доходов в 2026 году с \$787 млн с дальнейшим ростом до \$1,976 млрд к 2029 году. Доля рынка к 2029 прогнозируемому году составит 3,8% против 1,8% в 2026 прогнозируемом году.

Прогнозирование операционной маржи на основе уже зрелых компаний. Для прогноза маржи мы исходили из весьма медленного выхода в прибыльность и затем использовали данные уже зрелых компаний, которые имеют положительную маржу, для прогноза маржи в зрелом возрасте. Мы заложили маржу в 15%, что нам кажется вполне достижимым результатом, учитывая новый подход компании к разработке лекарств.

WACC в 5,9%. При коэффициенте бета 0,95, безрисковой ставке 0,958% и премии за риск инвестирования в акции в 5% затраты на капитал равны 4,94%.

Наша оценка фирмы достигает \$1,023 млрд. Так как компания находится на 1-й фазе клинических испытаний и есть вероятность неодобрения препаратов, мы используем «вероятность выживания». Поскольку компания находится на 1-й фазе клинических испытаний, риск неудачи составляет 81%. С каждой последующей фазой риск неудачи будет уменьшаться, а стоимость компании - увеличиваться. По нашему мнению, с учетом всех рисков стоимость компании составляет \$1,023 млрд, что на 42% выше верхней оценки капитализации на IPO в \$719 млн. **Наша целевая цена, таким образом, составила \$27 за акцию.**

Иллюстрация 1. Модель выручки от препаратов

| Модель выручки от препаратов | 2020П | 2021П | 2022П | 2023П | 2024П | 2025П | 2026П | 2027П | 2028П | 2029П |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Потенциальный рынок лечения немелкоклеточного рака, млрд USD | 20,0 | 24,0 | 28,0 | 32,0 | 36,0 | 40,0 | 43,7 | 46,8 | 49,5 | 51,7 |
| темп роста, % | | 20,0% | 16,7% | 14,3% | 12,5% | 11,1% | 8,9% | 7,1% | 5,7% | 4,6% |
| Доля рынка Cullinan Management, % | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 1,8% | 2,60% | 3,40% | 3,8% |
| Выручка от продаж, млн USD | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 787 | 1217 | 1682 | 1976 |

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

Иллюстрация 2. Модель оценки Cullinan Management

| Модель прогнозного периода | 2020П | 2021П | 2022П | 2023П | 2024П | 2025П | 2026П | 2027П | 2028П | 2029П | зрелый |
|--|--------------|----------|----------|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|--------|
| Выручка, млн USD | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 787 | 1217 | 1682 | 1976 | 2 036 |
| темп роста, % | | | | | | | | 55% | 38% | 17% | 3,0% |
| Маржа ЕБИТ, % | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| ЕБИТ | -43 | -53 | -61 | -67 | -72 | -76 | 118 | 183 | 252 | 296 | 305 |
| RR, % | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% | 40% | 40% | 40% | 40% | 10% |
| CapEx | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 47 | 73 | 101 | 119 | 31 |
| FCFF | -43 | -53 | -61 | -67 | -72 | -76 | 71 | 110 | 151 | 178 | 275 |
| PV FCFF | -41 | -47 | -51 | -54 | -55 | -55 | 48 | 70 | 92 | 102 | |
| Стоимость в зрелом периоде, млн USD | | | | | | | | | | | 9 483 |
| PV стоимости в зрелом периоде, млн USD | | | | | | | | | | | 5 415 |
| ROIC в зрелом периоде, % | | | | | | | | | | | 5,9% |
| Расчет WACC | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | |
| Безрисковая ставка | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% | 1,0% |
| Бета послерычаговая | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Премия за риск инвестирования | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% | 4,9% |
| Стоимость собственного капитала | 5,6% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,9% | 5,9% | 5,9% |
| 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 | 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% |
| Средневзвешенная стоимость капитала | 5,6% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,7% | 5,8% | 5,8% | 5,8% | 5,9% | 5,9% | 5,9% |
| Кумулятивная стоимость капитала | 0,9x | 0,9x | 0,8x | 0,8x | 0,8x | 0,7x | 0,7x | 0,6x | 0,6x | 0,6x | 0,6x |
| Оценка капитала, млн USD | | | | | | | | | | | |
| (=) Стоимость в прогножном периоде | 9 | | | | | | | | | | |
| (+) Стоимость в зрелом периоде | 5 415 | | | | | | | | | | |
| (x) Коэффициент на дату оценки | 0,95x | | | | | | | | | | |
| (=) EV | 5 139 | | | | | | | | | | |
| (-) Долг (вкл. операционную аренду) | 2 | | | | | | | | | | |
| (+) Наличность | 95 | | | | | | | | | | |
| (+) Поступления от IPO | 150 | | | | | | | | | | |
| (-) Стоимость выпущенных опционов | 0 | | | | | | | | | | |
| (=) Оценка в сценарии полной коммерциализации основного продукта (CLN-081), млн USD | 5 382 | | | | | | | | | | |
| Капитализация по верхней границе IPO, млн USD | 719 | | | | | | | | | | |
| Вероятность выживания (исходя из текущей фазы) | 19,0% | | | | | | | | | | |
| Стоимость капитала с учетом вероятности выживания, млн USD | 1 023 | | | | | | | | | | |
| Целевая цена на акцию, USD | 27,0 | | | | | | | | | | |
| Максимум диапазона на IPO, USD | 19,0 | | | | | | | | | | |
| Потенциал роста, % | 42% | | | | | | | | | | |
| Предполагаемая оценка исходя из фаз FDA | | | | | | | | | | | |
| Фаза | I | II | III | IV - одобрение FDA | | | | | | | |
| Вероятность | 15% | 30% | 60% | 90% | | | | | | | |
| Оценка | 807 | 1 614 | 3 229 | 4 843 | | | | | | | |
| На акцию | 21,3 | 42,7 | 85,4 | 128,0 | | | | | | | |

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

Риски: FDA, стадия разработки и дополнительный капитал

Компания еще не получала доходы от своих продуктов. Продукты компании находятся на стадии разработки, и неизвестно, когда компания получит готовый продукт.

Одобрение FDA. Любое дальнейшее регулирование может задержать или предотвратить коммерциализацию некоторых или всех продуктов Cullinan Management.

Дополнительный капитал. После проведения IPO в будущем компания может столкнуться с проблемой с наличностью на балансе для дальнейшего развития продукта, и, возможно, потребуются дополнительный капитал. Если компания не сможет привлечь дополнительный капитал, это может привести к отсрочке или ликвидации программ разработок.

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.
