

РЕКОМЕНДАЦИЯ

Buy

Burning Rock Biotech (BNR)

 Потенциал роста: **30%**

 Целевая цена: **\$20,2**

 Диапазон размещения: **\$13,5-\$15,5**

РЫНОК АКЦИЙ

Оценка капитала | DCF

Китай | Медицина

оценка перед IPO

IPO BNR: секвенирование нового поколения



Выручка, 2019 (млн CNY)	382
EBIT, 2019 (млн CNY)	-169
Чистая прибыль, 2019 (млн CNY)	-169
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 (млрд USD)	1,478
Акции после IPO (млн шт)	102
Акции к размещению (млн шт)	13,5
Объем IPO, (млн USD)	195,8
Диапазон IPO (USD)	13,5-15,5
Дата IPO	11 июня
Целевая цена (USD)	20,2

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

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

11 июня состоится IPO Burning Rock Biotech Limited, крупнейшей китайской компании, которая является разработчиком тестов на основе NGS (секвенирование нового поколения) для выявления рака с долей рынка в 26,7%.

О компании. По данным China Insights Consultancy, BNR является крупнейшей китайской компанией по обнаружению рака на основе NGS. Компания работает с крупными и мелкими больницами, а продукты компании используются врачами для выбора более эффективной терапии. Также компания работает с 4162 врачами и 602 больницами по всему Китаю. По данным CIC, компания является лидером в центральном лабораторном сегменте NGS с долей рынка по количеству пациентов в 17,5% по итогам 2019 года. Текущие акционеры проявили заинтересованность в покупке до \$79 млн размещения, также Lake Bleu Prime Healthcare Master Fund Limited приобретет акции на \$25 млн по цене размещения. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Quantum Boundary Holdings Limited (20%), Northern Light Venture Capital III (13,7%), LYFE Capital (8,3%), Sequoia Capital China (9,1%), CMB International Private Investment Limited (8,8%), Crest Top Developments Limited (6,1%) и GIC (6,1%).

Продукты компании. На данный момент компания предлагает 13 тестов на основе NGS для выявления и лечения различных видов рака: рака легких, рака желудка-кишечного тракта, рака предстательной железы, рака молочной железы и др. Основные продукты компании - OncoScreen Plus и LungPlasma. OncoScreen Plus – тест, проверяющий до 520 генов, связанных с большинством солидных опухолей. OncoScreen Plus был использован в 19 клинических испытаниях. LungPlasma был запущен в 2015 году и анализирует 168 генов, связанных с развитием немелкоклеточного рака легких. LungPlasma также был использован в клинических испытаниях AstraZeneca.

Потенциальный адресный рынок в \$4,5 млрд. По данным CIC, ежегодная заболеваемость раком в Китае на 2019 год составляла 4,5 млн случаев, что в 2 раза выше, чем в США. 60%, или 2,5 млн случаев заболевания раком в Китае, диагностируется на поздней стадии. Согласно данным CIC, ожидается, что китайский рынок NGS вырастет с \$0,3 млрд в 2019 году до \$4,5 млрд к 2030 году.

Апсайд в 30% от верхней границы размещения. С учетом консервативных вводных модель FCFF проецирует оценку собственного капитала в \$2,113 млрд при целевой цене в \$20,2 на 1 простую акцию с потенциалом роста 30%.

Burning Rock Biotech Limited: финансовая отчетность

Отчет о прибыли, млн CNY	2017	2018	2019	3M20	Балансовый отчет, млн CNY	2018	2019	3M20
Выручка	111	209	382	67	Наличность	93	94	364
Себестоимость	39	74	108	23	Наличность с ограничением	2	4	1
Валовая прибыль	72	135	273	45	Инвестиции	37	314	319
R&D	49	105	157	40	Дебиторская задолженность	35	89	88
S&M	68	103	153	30	Контрактные активы	1	1	7
G&A	76	88	132	34	Средства связанных сторон	16	74	19
EBITDA	(100)	(137)	(138)	(52)	ТМЗ	49	58	60
Амортизация	21	25	31	8	Прочие активы	60	72	75
EBIT	(121)	(161)	(169)	(59)	Текущие активы	293	707	932
Процентные расходы/доходы	(10)	(17)	2	3	Инвестиции методом долевого участия	2	2	2
Прочие расходы	(0)	(0)	(1)	(0)	Инвестиции	0	38	39
Доход/расход из курсовой разницы	(1)	1	1	1	ОС	70	89	84
Варранты	0	0	(3)	4	НМА	0	0	0
Доналоговая прибыль	(131)	(177)	(169)	(53)	Прочие активы	8	11	12
Налог	0	0	0	0	Долгосрочные активы	80	141	137
Чистая прибыль	(131)	(177)	(169)	(53)	Активы	373	848	1069
					Кредиторская задолженность	16	12	16
					Отложенный доход	56	50	51
					Средства связанных сторон	3	0	0
					Аренда	3	5	5
					Прочие обязательства	28	54	39
					Депозиты клиентов	2	4	4
					Краткосрочный займ	7	2	2
					Текущий долг	40	37	26
					Конвертируемые ноты	129	0	0
					Текущие обязательства	285	164	143
					Отложенная государственная субсидия	2	1	1
					Аренда	6	5	4
					Долг	88	18	33
					Варрант	0	24	0
					Долгосрочные обязательства	95	48	38
					Всего обязательства	380	212	181
					Конвертируемые акции	596	1527	1843
					Капитал	-603	-891	-955
					Обязательства и собственный капитал	373	848	1069
					Поэлементный анализ ROIC	2018	2019	3M20
					Маржа NOPLAT, %	-	-	-
					ICTO, x	-	-	-
					AICTO, x	-	-	-
					ROIC, %	-	-	-
					Себестоимость/выручка, %	35%	28%	33%
					Операционные издержки/выручка, %	-142%	-116%	-155%
					WCTO, x	-	-	-
					FATO, x	-	-	-
					Ликвидность и структура капитала	2018	2019	3M20
					EBIT/процентные платежи, x	-	-	-
					Текущая ликвидность, x	1,03	4,30	6,52
					Долг/общая капитализация, %	-	-	-
					Долг/активы, %	24%	2%	3%
					Долг/собственные средства, x	0,02	0,01	0,00
					Долг/IC, %	-	-	-
					Собственные средства/активы, %	25%	11%	34%
					Активы/собственный капитал, x	-	-	-
					Мультипликаторы	2018	2019	3M20
					P/B, x	-	-	-
					P/E, x	-	-	-
					P/S, x	-	-	-
					EV/EBITDA, x	-	-	-
					EV/S, x	-	-	-

Burning Rock Biotech Limited: ключевые факты

Burning Rock Biotech Limited – это крупнейшая китайская компания, которая является разработчиком тестов на основе NGS (секвенирование нового поколения) для выявления рака с долей рынка в 26,7%. Технология методов секвенирования нового поколения позволяет «прочитать» одновременно сразу несколько участков генома, что является главным отличием от более ранних методов секвенирования.

По данным China Insights Consultancy, BNR является крупнейшей китайской компанией по обнаружению рака на основе NGS. Компания работает с крупными и мелкими больницами, а продукты компании используются врачами для выбора более эффективной терапии. Также компания работает с 4162 врачами и 602 больницами по всему Китаю. По данным CIC, компания является лидером в центральном лабораторном сегменте NGS с долей рынка по количеству пациентов в 17,5% по итогам 2019 года.

Текущие акционеры проявили заинтересованность в покупке до \$79 млн размещения, также Lake Bleu Prime Healthcare Master Fund Limited приобрел акции на \$25 млн по цене размещения.

По состоянию на 31 марта денежные средства на балансе компании составляют 363,552 млн юаней. Крупнейшие акционеры компании до IPO – Quantum Boundary Holdings Limited (20%), Northern Light Venture Capital III (13,7%), LYFE Capital (8,3%), Sequoia Capital China (9,1%), CMB International Private Investment Limited (8,8%), Crest Top Developments Limited (6,1%) и GIC (6,1%).

Продукты компании. На данный момент компания предлагает 13 тестов на основе NGS для выявления и лечения различных видов рака: рака легких, рака желудочно-кишечного тракта, рака предстательной железы, рака молочной железы и др.

Иллюстрация 1. Продукты компании

Cancer Type	Product Name	# of Genes	Applicable Sample Types			Immunotherapy biomarkers
			FFPE or Fresh tissue	ctDNA	White Blood Cells	
Pan-Cancer	OncoScreen Plus	520 genes	●	●	●	MSI, TMB
	PurePlasma	108 genes	●	●		MSI
	HRDCore	72 genes	●	●	●	
	UGene	53 genes			●	
	BRCA Testing	2 genes	●		●	
Lung Cancer	LungCure	8 genes	●	●		
	LungCore	68 genes	●			
	LungPlasma	168 genes	●	●		MSI
Gastrointestinal Cancer	ColonCore	41 genes	●	●	●	MSI
Prostate Cancer	ProstateCore	72 genes	●	●	●	
Breast Cancer	BreastCore	36 genes	●	●	●	
Lymphomas	LymphPlasma	112 genes	●	●		
Thyroid Cancer	ThyroCore	18 genes	●			

Источник: на основе данных компании

Основные продукты компании - OncoScreen Plus и LungPlasma.

OncoScreen Plus: в 2015 году был запущен OncoScreen, который в последующем был доработан до OncoScreen Plus в 2017 году. Данный тест проверяет до 520 генов, связанных с большинством солидных опухолей. OncoScreen Plus был использован в 19 клинических испытаниях.

LungPlasma был запущен в 2015 году и анализирует 168 генов, связанных с развитием немелкоклеточного рака легких. LungPlasma также был использован в клинических испытаниях AstraZeneca.

Burning Rock сотрудничала в области клинических испытаний с AstraZeneca, Bayer, Johnson & Johnson, Sino Biopharm, CStone Pharmaceuticals и BeiGene.

Потенциальный рынок. По данным CIC, ежегодная заболеваемость раком в Китае на 2019 год составляла 4,5 млн случаев, что в 2 раза выше, чем в США. 60%, или 2,5 млн случаев заболевания раком в Китае, диагностируется на поздней стадии.

Согласно данным CIC, ожидается что китайский рынок NGS вырастет с \$0,3 млрд в 2019 году до \$4,5 млрд к 2030 году.

Оценка Burning Rock Biotech Ltd: потенциал рынка и текущие тренды проецируют оценку в \$2,113 млрд

1. На фоне пандемии коронавируса у компании наблюдается

сокращение выручки в 1 квартале. На фоне пандемии больницы в Китае сконцентрировали свое внимание на лечении коронавируса, тем не менее спрос на продукты компании остаётся, так как ежегодный прирост заболеваемости раком составляет 4,5 млн случаев.

Также компания является лидером своего рынка с долей в 26,7% и единственной компанией в Китае, которая имеет лабораторию NGS, сертифицированную в соответствии с Clinical Laboratory Improvement Amendments (поправки к улучшению клинической лаборатории 1988 года представляют собой федеральные нормативные стандарты США, которые применяются ко всем клиническим лабораторным испытаниям, проводимым на людях в Соединенных Штатах, за исключением клинических испытаний и фундаментальных исследований), аккредитованную College of American Pathologist (Колледж американских патологов - это врачебная организация, основанная в 1946 году, в которую входят около 18 000 патологоанатомов, сертифицированных на уровне совета. Он обслуживает пациентов, патологов и общественность, поощряя и пропагандируя лучшие практики в области патологии и лабораторной медицины) и сертифицированную Национальным центром клинических исследований Китая.

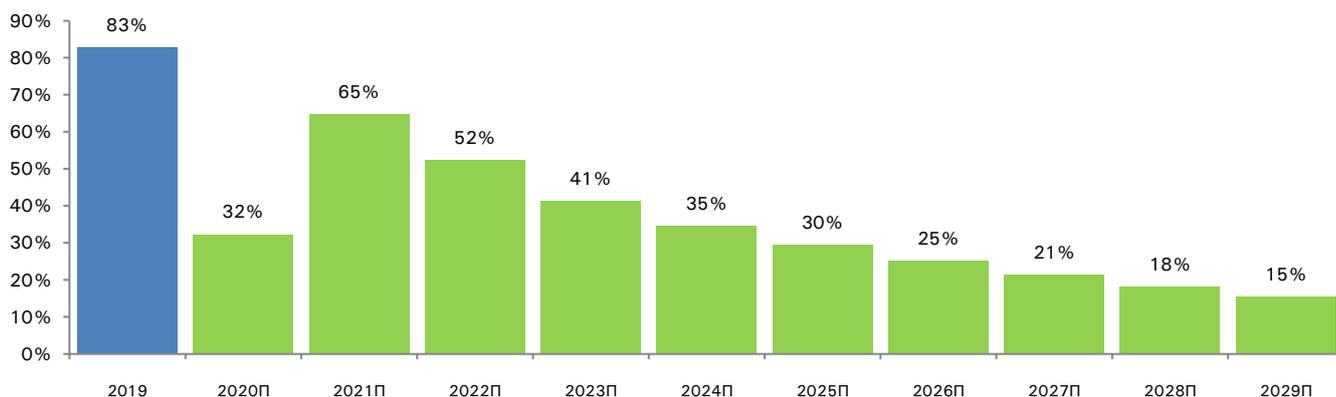
Так как компания является лидером и на текущий момент испытывает временные трудности на фоне пандемии, мы ожидаем в 2020 прогнозируемом году замедления роста выручки до 32% с последующим ускорением до 65% к 2021 г. на фоне восстановления спроса на продукт и снижения заболеваемости от COVID-19. К 2029 году мы ожидаем рост выручки до 6,478 млрд юаней против 382 млн юаней в 2019 году.

Иллюстрация 2. Модель выручки Burning Rock Biotech Ltd

Модель выручки из целевого рынка	2017	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Количество тестов, тыс	9	16	23	27	40	57	78	102	129	158	188	218	248
Темпы роста, %		67%	46%	15%	50%	43%	37%	31%	26%	22%	19%	16%	14%
Лабораторный бизнес, млн CNY	88	161	276	354	591	909	1291	1752	2284	2873	3503	4156	4814
Темпы роста, %		83%	71%	28%	67%	54%	42%	36%	30%	26%	22%	19%	16%
Исследования и разработки, млн CNY	12	14	18	19	22	26	29	31	34	36	38	39	41
Темпы роста, %		15%	25%	5%	19%	15%	12%	10%	8%	6%	5%	4%	3%
Выручка услуг, млн CNY	107	180	293	372	613	935	1320	1784	2318	2909	3541	4195	4855
Темпы роста, %		69%	62%	27%	65%	53%	41%	35%	30%	26%	22%	18%	16%
Количество больниц-партнеров	16	26	40	55	70	82	93	102	108	113	116	119	121
Темпы роста, %		63%	54%	38%	26%	18%	13%	9%	6%	4%	3%	2%	2%
Больничный бизнес, млн CNY	4,4	29	89	133	219	333	472	629	807	1001	1205	1414	1623
Темпы роста, %		550%	211%	49%	65%	52%	42%	33%	28%	24%	20%	17%	15%
Выручка от продуктов, млн CNY	4	29	89	133	219	333	472	629	807	1001	1205	1414	1623
Темпы роста, %		550%	211%	49%	65%	52%	42%	33%	28%	24%	20%	17%	15%
Всего выручка, млн CNY	111	209	382	505	832	1 268	1 792	2 413	3 125	3 910	4 746	5 610	6 478
Темпы роста, %		88%	83%	32%	65%	52%	41%	35%	30%	25%	21%	18%	15%

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

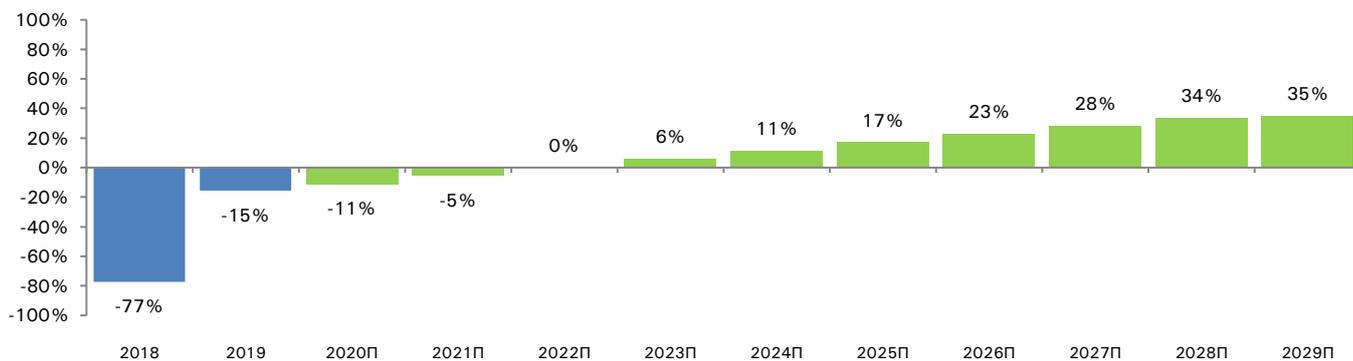
График 1. Прогноз темпов роста Burning Rock Biotech Ltd



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

2. Рост показателей маржи до среднеотраслевых значений. В 2019 году показатели EBIT-маржи были равны -44%. После корректировок и амортизации R&D показатели EBIT-маржи были равны -15%. В дальнейшем мы предполагаем, что показатели достигнут среднеотраслевых значений в 35% в течение прогнозных 10 лет. Чистые реинвестиции от выручки в течение 10 прогнозных лет снизятся с 30,8% до 5%. Исходя из нашего прогноза в течение 10 лет чистые реинвестиции составят 2,878 млрд юаней.

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 7,6%. В итоге средние реинвестиции в зрелом возрасте для дальнейшего роста будут составлять 39% от NOPLAT.

4. Финальный расчет стоимости и потенциала. EV, или сумма стоимости прогнозного (1,059 млрд юаней) и зрелого (11,893 млрд юаней) периода, составит 13,321 млрд юаней. Учитывая приведенную стоимость капитализированной аренды и долга в 99 млн юаней, наличность на счетах в 365 млн юаней, поступления от IPO в 1,384 млрд юаней и опционы в 30 млн юаней, собственный капитал Burning Rock Biotech Ltd можно оценить в 14,941 млрд юаней (\$2,113 млрд).

Учитывая 102 млн акций после IPO, целевая цена на 1 акцию равна \$20,2. Потенциал к верхней границе IPO в \$15,5 составляет 30%.

Иллюстрация 3. Модель оценки Burning Rock Biotech Ltd методом FCFF

Модель прогнозного периода, млн USD	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	зрелый
темпы роста выручки, %		83%	32%	65%	52%	41%	35%	30%	25%	21%	18%	15%	3,0%
(+) Выручка	209	382	505	832	1 268	1 792	2 413	3 125	3 910	4 746	5 610	6 478	6 673
(х) Операционная маржа	-77%	-15%	-11%	-5%	0%	6%	11%	17%	23%	28%	34%	35%	36%
(=) EBIT	-161	-59	-55	-45	2	104	274	530	882	1 336	1 893	2 267	2 382
NOL	0	0	55	100	98	0	0	0	0	0	0	0	0
Налоговая ставка	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
(-) Налог на EBIT	0	0	0	0	0	26	69	133	220	334	473	567	596
(=) NOPLAT	-161	-59	-55	-45	2	78	206	398	661	1 002	1 419	1 701	1 787
(-) чистые реинвестиции	104	118	126	187	252	309	354	378	373	330	245	324	705
(=) FCFF	(265)	(177)	(182)	(231)	(249)	(232)	(148)	19	289	672	1 174	1 377	1 082
FCFF маржа, %		-46,3%	-36,0%	-27,8%	-19,6%	-12,9%	-6,2%	0,6%	7,4%	14,2%	20,9%	21,3%	
(х) фактор дисконтирования		0,94x	0,88x	0,82x	0,77x	0,72x	0,67x	0,63x	0,59x	0,54x	0,51x		
PV FCF			(171)	(204)	(205)	(179)	(107)	13	181	393	640	697	
Терминальная стоимость													23 494
PV Терминальной стоимости													11 893
Имплицированные переменные модели	2018	2019	2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Выручка/капитал, x	0,80x	0,83x	1,05x	1,22x	1,32x	1,41x	1,50x	1,59x	1,70x	1,85x	1,93x		
Инвестированный капитал	479	605	792	1 043	1 353	1 707	2 085	2 458	2 787	3 033	3 357		
Чистое реинвестирование, %	-199%	-228%	-415%	10258%	398%	172%	95%	56%	33%	17%	19%		39%
Реинвестирование к выручке, %	30,8%	25,0%	22,4%	19,8%	17,3%	14,7%	12,1%	9,5%	6,9%	4,4%	5,0%		
ROIC, %	-12%	-9%	-6%	0%	6%	12%	19%	27%	36%	47%	51%		7,6%
Маржа NOPLAT, %	-15%	-11%	-5%	0%	4%	9%	13%	17%	21%	25%	26%		
Расчет WACC			2020П	2021П	2022П	2023П	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	
Безрисковая ставка Китая			1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Бета послерыноговая			0,82	0,84	0,86	0,87	0,89	0,91	0,93	0,95	0,96	1,00	
Премия за риск инвестирования			5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	5,8%	
Стоимость собственного капитала			6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	
Ставка долга, до налогов			4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	
Ставка долга, после налогов			3,6%										
СК/Стоимость компании			99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	99%	
Долг/Стоимость компании			1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	
Средневзвешенная стоимость капитала			6,6%	6,7%	6,8%	6,9%	7,0%	7,1%	7,2%	7,3%	7,4%	7,6%	
Кумулятивная стоимость капитала			0,9x	0,9x	0,8x	0,8x	0,7x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x	0,5x	
Оценка капитала, млн CNY													
(-) Стоимость в прогнозируемом периоде			1 059										
(+) Стоимость в терминальном периоде													11 893
(х) Коэффициент на дату оценки													1,03x
(=) EV													13 321
(-) Долг (вкл. операционную аренду)													99
(+) Наличность													365
(+) Поступления от IPO													1 384
(-) Стоимость выпущенных опционов													30
(=) Оценка собственного капитала (CNY)													14 941
USD/CNY													7,07
(=) Оценка собственного капитала (USD)													2 113
Рыночная капитализация (USD)													1 581
Целевая цена на акцию, USD													20,2
Максимум диапазона на IPO, USD													16
Потенциал роста, %													30%

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

Риски: суд, отношения и сотрудники

Суд. Компания может столкнуться с иском за качество продукции или за профессиональную ответственность, в таком случае обязательства могут превысить ресурсы компании.

Отношения с врачами и больницами. Если компания не сможет поддерживать отношения с врачами и больницами по всему Китаю, это может негативно повлиять на финансовые показатели компании.

Ключевые сотрудники. Если компания не сможет привлекать и удерживать высшее руководство и ключевой персонал, это может негативно повлиять на бизнес 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.
